



RITA MARQUES MURTA MENDES CASTANHEIRA

A NATUREZA JURÍDICA DO NÚMERO 1 DO ARTIGO 20º DO CÓD.VM E A SUA INTERPRETAÇÃO

Relatório de Estágio com vista à obtenção do grau de Mestre em Direito

Orientador:

Doutor Pedro Caetano Nunes, Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova
de Lisboa

Setembro, 2016



RITA MARQUES MURTA MENDES CASTANHEIRA

A NATUREZA JURÍDICA DO NÚMERO 1 DO ARTIGO 20º DO CÓD.VM E A SUA INTERPRETAÇÃO

Relatório de Estágio com vista à obtenção do grau de Mestre em Direito

Orientador:

Doutor Pedro Caetano Nunes, Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova
de Lisboa

Setembro, 2016

Declaração anti plágio

Declaro que o presente trabalho é da minha autoria e que todas as citações e contribuições alheias estão devidamente identificadas.

Rita Murta Castanheira

Menções Diversas

Agradeço ao Professor Doutor Pedro Caetano Nunes pelo privilégio concedido de tão doutamente ter orientado a redação deste Relatório.

Agradeço à CMVM a possibilidade de realizar o estágio curricular junto de tão prestigiada instituição e ao DMEI, na pessoa do Dr. Miguel Namorado Rosa, por tão bem me terem recebido.

Este Relatório de Estágio foi redigido segundo o novo acordo ortográfico, não sendo o mesmo aplicável às citações. O corpo do Relatório, incluindo espaços e notas, ocupa um total de 199.915 caracteres.

Resumo

Esta reflexão surge na sequência de um estágio na CMVM durante o qual me foi possibilitado o contacto com o tema em análise.

O número 1 do artigo 20º do Cód.VM, uma parcela de norma, tem gerado algumas dúvidas doutrinárias quanto à sua melhor interpretação, bem como relativamente à sua natureza jurídica.

Sendo esta disposição uma parcela de norma que apenas conforma uma norma jurídica quando relacionada com outras parcelas de norma, não se pode deixar de atender às últimas para responder às questões suscitadas. Uma vez que é no seio do regime da transparência bem como no do regime das ofertas públicas que se têm suscitado mais dúvidas quanto às questões levantadas, nomeadamente através das normas jurídicas que determinam o dever de comunicar participação qualificada e o dever de lançar oferta pública de aquisição obrigatória, normas essas constituídas pela previsão no número 1 do artigo 20º e pela estatuição nos artigos 16º e 187º do Cód.VM, respetivamente, estes regimes terão que ser analisados para que se encontre resposta para as questões suscitadas.

Será de destacar a maior profundidade de tratamento relativa ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, por ser este que tem levantado mais questões. Isto porque: *(i)* o regime da imputação de direitos de voto foi originalmente concebido, no direito europeu, para acomodar exigências de transparência e *(ii)* a interpretação do número 1 do artigo 20º, quando relacionada com o dever de lançar oferta pública de aquisição tem sido controversa.

This reflection comes in the wake of a stage in the CMVM during which I was allowed to contact with the subject under consideration.

Paragraph 1 of Article 20 of the Securities Code, a portion of standard, has generated some doctrinal doubts as to its best interpretation, as well as on their legal nature.

As this provision, a portion of standard, that only conforms a legal norm as it relates to other portions of standards, one can not fail to meet the latest to respond to the issues raised. Since it is the transparency regime and the mandatory bids regime that have raised more doubts about the issues raised, in particular by the legal norms that determine the duty to communicate qualifying holdings and a mandatory bid, the provisions made by the Article 16 and Article 187 of the Securities Code must be analyzed in order to find answers to the questions raised.

The mandatory bid will be highlighted because this has raised more questions within the doctrine. This is because: *(i)* the system of voting rights attribution was originally designed in European law to accommodate requirements of transparency and *(ii)* the interpretation of Article 20 paragraph 1, when related to the mandatory bid has been controversial.

1 Introdução

As questões para as quais se pretende, com esta reflexão, encontrar respostas, são as seguintes: *(i)* de que forma se deve interpretar e, conseqüentemente, aplicar o número 1 do artigo 20º para efeito de ofertas públicas de aquisição e, *(ii)* qual a natureza jurídica da aludida disposição, o número 1 do artigo 20º, devendo a mesma fixar-se entre as presunções, relativas ou absolutas, e as ficções. Cumpre referir que será também analisado de uma forma menos profunda o regime da transparência, uma vez que a disposição legal que se pretende analisar tem origem no regime da transparência, sendo, por isso, este regime um meio base para a análise do regime das ofertas públicas de aquisição.

Para encontrar as respostas às perguntas acima enunciadas será necessário empreender um percurso lógico, do qual serão parte integrante os seguintes elementos: *(i)* as características de cada regime, transparência e ofertas públicas de aquisição, bem como a evolução histórica dos mesmos; *(ii)* as opiniões doutrinárias que têm vindo a ser desenvolvidas; *(iii)* documentos tornados públicos pela CMVM, autoridade que aplica primariamente as normas jurídicas em análise, que podem de alguma forma contribuir para que se determine a opinião desta autoridade.

O número 1 do artigo 20º cria dificuldades interpretativas avultadas quando aplicado para determinar a constituição e exigibilidade do dever de lançar oferta pública de aquisição. Esta circunstância prende-se com o facto do regime da imputação de direitos de voto ter sido originariamente desenvolvido para acomodar as exigências do regime da transparência, pelo legislador europeu, tendo sido condensada num mesmo artigo a imputação de direitos de voto para efeitos de constituição do dever de comunicar participação qualificada e de lançar oferta pública de aquisição, no ordenamento jurídico nacional. Assim, o regime da transparência não será abordado com a mesma profundidade que será abordado o regime das ofertas públicas de aquisição, porque para este terão que ser

explorados os elementos que permitirão alcançar aquela que será a melhor interpretação da imputação de direitos de voto para determinar a (in)existência de oferta pública de aquisição obrigatória. Por outro lado, não deixa de ser necessário conhecer o regime da transparência para que se alcance o sentido para o qual a imputação de direitos de voto foi originariamente pensada. Desta forma, justifica-se o menor cuidado com o tratamento da evolução histórica deste regime.

Outro aspeto que merece ressalva é a importância que deve ser dada ao direito europeu, relativamente aos dois regimes em análise. Isto porque ambos os regimes têm a sua fonte hierárquica mais superior no direito europeu, nomeadamente nas duas diretivas mais conhecidas como diretiva da transparência e diretiva das ofertas públicas de aquisição. Assim, qualquer interpretação das normas que destas diretivas derivem deve respeitar a fonte hierárquica da qual provem, no caso as diretivas anteriormente referidas. Para que se proceda a uma interpretação conforme às diretivas será necessário que se conheça esses diplomas legais, pelo menos na parte que se relaciona diretamente com as disposições do direitos português que se pretendem interpretar, razão pela qual se trata dos aludidos diplomas europeus com algum cuidado.

2 O regime da transparência e das ofertas públicas de aquisição

2.1 O regime da transparência

2.1.1 O regime da transparência no direito europeu

O regime da transparência tem origem no seio da antiga Comunidade Europeia, tendo sido indiciado pela Comissão¹ como meio para construção de um mercado único. Para que esse mercado único fosse de facto erigido, seria necessário que as regras com ele relacionadas coincidissem nos Estados membros. Assim foi redigida a diretiva 88/627/CEE, na qual se estabelecia o primeiro regime da transparência. Este regime tinha como principal objetivo assegurar um fluxo de informações regulares, a prestar pelos intervenientes no mercado, para que os acionistas/investidores tivessem acesso à realidade societária, estabelecendo-se assim uma relação de confiança, que levaria a um mercado mais dinâmico, com maiores investimentos.

Por outro lado, o regime da transparência não se reflete apenas nas sociedades emitentes e seus dirigentes, mas também nos investidores que se coloquem numa posição acionista de relevo, isto é, os acionistas que atinjam participações sociais que lhes confirmem uma percentagem considerável de direitos de voto. Os acionistas de relevo ficam obrigados ao cumprimento de determinados deveres. Estes deveres têm o objetivo económico de garantir segurança aos eventuais investidores, para com isso, assegurar a dinâmica do mercado, que apenas é conseguida através de uma maior confiança. O investidor que tem conhecimento da realidade societária e que confia que a realidade societária lhe continuará a ser dada

¹ A 11 de maio de 1999 foi divulgada uma Comunicação por parte da Comissão Europeia intitulada *“Implementar um enquadramento para os mercados financeiros: Plano de Acção”*, esta identificava alguns pontos que eram considerados de relevante implementação para a criação de um mercado único de serviços financeiros, dentre os quais se destaca, no ora relevante, a necessidade de implementar uma diretiva que garantisse uma evolução positiva relativamente aos requisitos de informação. É neste contexto que se enquadra a Diretiva da Transparência.

a conhecer, no futuro, tomará mais e melhores decisões de (des)investimento².

Este regime tem como principal finalidade fazer prevalecer a materialidade sobre as construções formais que as partes podem conceber para contornar a necessidade de dar a conhecer ao mercado a verdade societária³.

Outra característica deste regime são os tipos de informação a transmitir ao mercado, definidos pela regularidade com que a mesma é divulgada, designadamente: (i) periódica e (ii) contínua. No que respeita à informação periódica que as sociedades devem prestar, está-se a referir informação que é prestada em determinados períodos e, que deve ser sempre divulgada ao mercado, independentemente da verificação de qualquer alteração. Nomeadamente, os Relatórios e Contas ou os Resultados Consolidados, bem como o Relatório de Governo Societário. Este tipo de informação permite também que os investidores possam proceder a análises comparativas das condições em que a sociedade se encontra, por confrontação dos diversos documentos informativos que vão sendo divulgados nos mesmos períodos, ano após ano. Já em relação à informação que deve ser prestada de forma contínua, esta é divulgada ao mercado sempre que determinados acontecimentos sucedam, nomeadamente, aquisição de participações sociais qualificadas ou factos que possam influenciar a cotação da sociedade e que, por essa circunstância, devem ser dados a conhecer ao mercado, para que se permita a tomada de decisões de investimento conscientes.

² Vasconcelos, Pedro Pais de, “*Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*”, Direito das Sociedades em Revista, volume 3, pp. 13, março 2010. Este autor avança a ideia de que a confiança depositada pelos investidores em determinado mercado, que está diretamente relacionada com a confiança de que a informação divulgada é verdadeira e completa, é peça fundamental do sucesso do mesmo.

³Vasconcelos, Pedro Pais de, *ob cit*, p. 12.

Também relacionado com o regime da transparência, e não necessariamente em relação a sociedades emitentes, nas palavras de GABRIELA FIGUEIREDO DIAS⁴, observa-se uma preocupação com o tratamento igualitário que deve ser assegurado aos acionistas, através do cumprimento de deveres de informação que são atribuídos aos dirigentes das sociedades. Tal surge no contexto do regime estabelecido para as sociedades fechadas, pelo Código das Sociedades Comerciais⁵, designadamente, em relação ao dever a que os dirigentes estão sujeitos para comunicar as ações que detenham na sociedade que dirigem. Desta forma, permite-se que os acionistas/investidores⁶ possam tirar ilações relativamente à informação que, por inerência, os dirigentes têm acesso de uma forma mais direta e os influencia na tomada de decisões de investimento ou de desinvestimento. Ao assegurar que as posições dos dirigentes são conhecidas do mercado, está-se a assegurar que, por via de um acompanhamento dessas mesmas posições, os investidores possam conhecer de forma indireta a realidade societária. Isto é, se os dirigentes que têm acesso à informação mais completa sobre a sociedade adquirem ações da mesma, poderá significar que a sociedade está saudável e que o investimento será benéfico. Por outro lado, se um dirigente detinha ações e deixa de ser acionista ou diminui a sua participação social na sociedade que dirige, poderá significar que a sociedade perdeu qualidade e o mercado pode, a partir dessa informação, tomar a decisão de investir ou desinvestir. Pode-se então concluir que a prestação de informação ao mercado é de extrema relevância, tanto no seio das sociedades abertas, aquelas que importam para o presente estudo, como assume relevância na regulação das sociedades fechadas.

⁴ Figueiredo Dias, Gabriela, “*Código das Sociedades Comerciais em Comentário*”, Volume VI, p. 872 e ss., Almedina, 2003.

⁵ Daqui em diante Cód.SC.

⁶ Investidores porque apesar de ser um dever pensado para as sociedades fechadas também se aplica às sociedades emitentes, como todo o regime estabelecido pelo Cód.SC.

O dever mais relevante para a reflexão que se pretende encetar será o de comunicar a aquisição de participação qualificada⁷, tal como o dever de comunicar o fim da participação qualificada, que tem como objetivo último, permitir que, aqueles que pretendam investir em determinada sociedade, possam tomar as suas decisões de investimento ou desinvestimento com pleno conhecimento da estrutura acionista. Para que o mercado conheça e acompanhe as evoluções na estrutura societária não basta que se sujeite os acionistas a comunicar a constituição de determinada participação no capital social, mas também, proceder à comunicação ao mercado das alterações que se verifiquem nessa participação e respetivos direitos de voto.

Para determinar a participação social dos acionistas no capital social das sociedades visadas não se deve ter em consideração apenas os direitos de voto que os mesmos detêm. O artigo 10º da diretiva da transparência estabelece outras situações que, mesmo não atribuindo a titularidade dos direitos de voto ao participante, devem ser à titularidade equiparadas. A esta possibilidade, de considerar votos que o participante não detém para a contabilização da percentagem de participação no capital social e respetivos direitos de voto, dá-se o nome de imputação indireta de direitos de voto. A mesma surge pela necessidade de se fazer frente à inovação financeira patente no seio das sociedades e que poderia ser utilizada como forma de evasão à lei, para contornar a necessidade de cumprir os deveres a que fica sujeito o participante que ultrapasse determinados limiares de direitos de voto, também estes definidos por lei. Para tal são então apresentadas oito situações que o legislador europeu considera merecerem imputação indireta dos direitos de voto, tendo em

⁷ Vasconcelos, Pedro Pais de, *ob cit*, p. 20. O autor considera que a detenção de uma percentagem considerável de ações de uma sociedade aberta constitui uma *anomia que perturba o mercado*, por considerar que essas ações não devem ser consideradas para efeitos de quantificação da liquidez associada à sociedade emitente. O acionista/participante que adquire uma percentagem elevada de ações não pretende a curto prazo voltar a aliená-las, ficando desta forma as ações referidas estagnadas.

consideração a relação que se estabelece entre o titular dos direitos de voto e o participante. Estas situações têm vindo a ser revistas pelo legislador europeu, como forma de garantir que todas as realidades que possam envolver a sociedade e os direitos de voto, que no seu seio podem ser exercidos, e, por consequência, influenciar o destino da sociedade sejam reveladas ao mercado, através do mecanismo de comunicação de participação qualificada.

As relações estabelecidas entre participante e titular dos direitos de voto consideradas relevantes, pelo legislador europeu, para efeitos de imputação indireta de direitos de voto são as seguintes: (i) direitos de voto associados a um acordo, celebrado entre acionistas, com o objetivo de estabelecer uma política comum destes em relação à sociedade, através do exercício concertado dos direitos de voto que cada uma das partes dispõe; (ii) direitos de voto associados a acordo celebrado entre o titular de direitos de voto e o participante, no qual se preveja a existência de uma transferência temporária da titularidade dos direitos de voto a título oneroso; (iii) direitos de voto associados a ações dadas em garantia, desde que o contrato de garantia preveja o exercício dos direitos de voto por parte do garante, tendo que ser declarada pelo último a sua intenção de os exercer; (iv) direitos de voto anexados a instrumentos dados em usufruto; (v) direitos de voto detidos por pessoa controlada pelo participante ou que a sociedade controlada possa exercer nos termos das opções anteriores; (vi) direitos de voto associados a ações depositadas junto do participante e que este possa exercer discricionariamente na ausência de indicações do seu titular; (vii) direito de voto detidos por terceiro em nome do participante; (viii) direitos de voto que possam ser exercidos discricionariamente, na ausência de indicações pelo seu titular, pelo participante na qualidade de procurador do titular.

Recentemente, foi aprovada a diretiva 2013/50/UE, que vem alterar a diretiva 2004/109/CE⁸, estendendo os requisitos de notificação relativos à comunicação de participação qualificada através do artigo 13º. Este artigo passa a imputar direitos de voto associados a ações que sejam ativo subjacente de dois tipos de instrumentos financeiros, designadamente: (i) instrumentos financeiros que prevejam na data de vencimento do contrato, no âmbito de um acordo formal, a aquisição incondicional, ou a opção de compra de ações de emitentes a negociar em mercado regulamentado; e, (ii) instrumentos financeiros não abrangidos na situação anterior, mas com ações a estes anexadas e que tenham um efeito similar aos instrumentos anteriormente referidos. Adiante, são ainda referidos os tipos concretos de instrumentos financeiros⁹ que devem ser considerados para efeitos de imputação por via das duas novas alíneas.

Ora estas alterações, fazendo sentido no seio da crescente inovação financeira, abrem a porta à imputação indireta de direitos de voto, para efeitos de transparência, de instrumentos financeiros com liquidação financeira. Isto implica que se imputem direitos de voto sobre os quais, em teoria, o participante não chegará a exercer influência, uma vez que a liquidação financeira não implica em nenhum momento a transmissão das ações anexadas ao instrumento financeiro. Por outro lado, o cumprimento do contrato observa-se com o pagamento de um valor, correspondente à diferença entre o valor inicial do ativo subjacente e o valor do ativo no momento de vencimento do contrato. À partida, esta forma de cumprimento de contrato não prevê, que em nenhum momento, a parte que não é titular do ativo subjacente tenha qualquer influência sobre a forma como os direitos de voto associados ao ativo serão exercidos, pois

⁸ Atual diretiva da transparência que veio revogar a diretiva 88/627/CEE.

⁹ São apresentados 7 tipos de instrumentos financeiros que devem ser considerados para efeitos de imputação indireta por via das duas alíneas acrescentadas: valores mobiliários, opções, futuros, swaps, contratos a prazo sobre taxas de juros, contratos diferenciais, outros contratos ou acordos com efeitos económicos similares sujeitos a liquidação física ou financeira.

o mesmo ativo não chega a ser transmitido. Contudo, foi opção do legislador europeu incluir estas relações nas causas de imputação indireta de direitos de voto.

As alterações à diretiva da transparência já foram transpostas para o ordenamento jurídico nacional, através do Decreto-Lei n.º 22/2016, de 3 de junho. Antes de se verificar esta transposição para o regime nacional a CMVM tinha já emitido um parecer genérico, no qual defendia a aplicação da diretiva, tendo em conta o efeito direto vertical das diretivas europeias, proclamado pela jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia¹⁰. Assim, mesmo antes de se verificar a transposição das alterações já vigoravam, em parte, no ordenamento jurídico nacional.

A diretiva da transparência prevê ainda que os deveres que aquela enuncia sejam densificados por regulamento, no seio do direito europeu, o que se veio a verificar, pelo regulamento delegado (UE) 2015/761 da Comissão¹¹. Ora, este regulamento vem limitar as situações em que, sendo aplicável à partida o dever de comunicação de participação qualificada, este é desconsiderado por não se reconhecer nessas situações efetivas posições de influência na sociedade visada¹². Para reduzir comunicações que não trariam valor acrescentado ao mercado¹³, o regulamento estabelece ainda que, no caso de sociedades que se

¹⁰ O parecer genérico emitido pela CMVM está disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Pareceres/Pages/20151127-dir_transpar%C3%A2ncia.aspx.

¹¹ Este Regulamento estabelece normas técnicas de regulamentação relativas às participações qualificadas.

¹² Considerando (5) do Regulamento. É entendimento expreso da Comissão que a detenção de um instrumento financeiro indexado a diferentes cabazes ou índices não será uma forma economicamente eficiente para alcançar uma posição de influência em sociedades abertas, pelo que se excepciona a acumulação dos direitos de voto associados a estas posições para efeitos de comunicação de participação qualificada.

¹³ Considerando (8) do Regulamento. Excepciona-se do dever de comunicação de participação qualificada as pessoas singulares ou coletivas que detenham instrumentos financeiros, no âmbito dos quais apenas executem ordens de clientes ou negociem instrumentos financeiros a pedido e por conta destes. Esta exceção está prevista para redução de notificações sem valor acrescentado para o mercado.

insiram num grupo, o comunicado de participação qualificada deve ter em consideração as participações detidas por todas as sociedades que se inserem no grupo societário de forma agregada¹⁴. São ainda avançadas formas como deve ser calculada a participação no capital social associada a instrumentos financeiros que prevejam exclusivamente a liquidação financeira¹⁵.

2.1.2 O regime da transparência no direito nacional

O direito nacional, naquilo que concerne ao regime da transparência, não transpôs apenas diretivas comunitárias foi também objeto de influência do sistema jurídico norte-americano. Um dos contributos norte-americanos mais notados no sistema nacional relaciona-se com a densidade do sistema de deveres informativos, denominado *full disclosure*, que pretende eliminar qualquer assimetria informativa, tutelando assim a confiança dos investidores e tornando, conseqüentemente, o mercado mais eficiente¹⁶.

2.1.2.1 O regime da transparência no Cód.SC

Ambos os regimes em análise eram inicialmente regulados pelo Cód.SC, embora a regulação neste âmbito seja distinta da que vem a ser prevista, numa primeira fase pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários¹⁷ e, mais tarde, pelo Código dos Valores Mobiliários¹⁸, uma vez que as

¹⁴ Considerando (3) do Regulamento. Esta norma técnica de regulamentação tem como objetivo garantir um nível otimizado da transparência nestes grupos. Assim, se a sociedade mãe controla as suas filiais e influencia a gestão das últimas não faz sentido que as participações detidas pelas sociedades filiais sejam autonomizadas da sociedade mãe, que influenciará a forma como essas participações são geridas, principalmente ao nível do sentido em que os direitos de voto serão exercidos. Em suma, o dever de comunicação de participação qualificada deve ser cumprido sempre que o cômputo das participações do grupo atinja um limiar relevante.

¹⁵ O artigo 5º do Regulamento estabelece normas técnicas que devem ser utilizadas para calcular a percentagem de direitos de voto que deve ser imputada indiretamente por via da detenção de instrumentos financeiros que prevejam a liquidação financeira em exclusivo.

¹⁶ Câmara, Paulo, “Os deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 2, p. 82, 1998.

¹⁷ De agora em diante Cód.MVM.

¹⁸ De agora em diante Cód.VM.

realidades reguladas são também bastante distintas. O Cód.SC estabelece normas gerais aplicáveis às sociedades anónimas, não se encontrando nesta codificação a maioria das normas específicas aplicáveis ao subtipo das sociedades anónimas abertas. Esta realidade tem como consequência que sociedades abertas possam ser reguladas por duas codificações distintas.

O Cód.SC dispõe no artigo 447º os deveres de comunicação, relativamente às participações sociais detidas por dirigentes¹⁹ da sociedade. Neste âmbito, os dirigentes devem comunicar não só as participações que detêm diretamente, como também as participações detidas por aqueles sujeitos referidos no número 2 daquele artigo²⁰. Contudo, o dever mais semelhante ao previsto no ramo do direito dos valores mobiliários, relativamente aos acionistas de sociedades abertas, é o previsto pelo artigo 448º do Cód.SC, que respeita à publicidade das participações sociais dos acionistas.

Este dever é distinto do que está previsto para as comunicações a cumprir por parte dos dirigentes das sociedades. Desde logo, apenas se aplica a titulares de ações ao portador não registadas e não a titulares de todo o tipo de ações. Por outro lado, são definidos limiares²¹ a partir dos quais as participações são consideradas relevantes e merecem comunicação, só tendo que ser comunicadas aquisições e alienações, excluindo-se as onerações de ações.

¹⁹ Dirigentes no sentido de membros dos órgãos de administração e fiscalização.

²⁰ O dever de comunicar as participações detidas pelas pessoas referidas no número 2 impende sobre os dirigentes com estas relacionadas e não sobre os próprios titulares das participações, uma vez que é pela relação existente entre a sociedade e o dirigente que surge o referido dever. Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 95.

²¹ *Cfr.* número 1 do artigo 448.º.

HUGO MOREDO DOS SANTOS²² aponta duas finalidades para o dever a que estão sujeitos os acionistas titulares de ações ao portador não registadas, designadamente: (i) permitir à sociedade conhecer a sua estrutura acionista; (ii) promover a transparência da estrutura acionista, quanto a participações que se tornem ou deixem de ser relevantes.

Tal como avança GABRIELA FIGUEIREDO DIAS²³, o cumprimento dos deveres tanto pelos acionistas, nos termos do disposto no artigo 448º, como pelos dirigentes, no âmbito do artigo 447º, por serem atos internos da sociedade, não se lhes deve conferir a natureza de publicidade, isto porque, qualquer terceiro, relativamente à sociedade, não tem capacidade de conhecer a estrutura societária através destes atos. Quando a informação é vertida no Relatório Anual do órgão de administração²⁴ já se pode considerar que existe publicidade. Contudo, esse dever é cumprido pelo próprio órgão de administração e não pelos acionistas que num primeiro momento procederam à comunicação à sociedade das suas participações.

2.1.2.2 O Regime da Transparência no Cód.VM

As regras sobre transparência constantes do Cód.SC não são adequadas à realidade das sociedades abertas ao investimento público, uma vez que, nestas, o capital está representado por mais títulos que, por sua vez, estão sujeitos a uma transmissibilidade mais intensa, o que tornaria inviável conhecer a estrutura societária através da consulta de registos de ações. Para mais, as sociedades abertas são também compostas por acionistas/investidores que podem investir e desinvestir numa determinada sociedade a um ritmo diário, enquanto que as sociedades

²²Moredo dos Santos, Hugo, “*Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*”, p. 97, Coimbra Editora, 2011.

²³Figueiredo Dias, Gabriela, *ob cit*, p. 872 e ss., no mesmo sentido Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 98.

²⁴ Cfr. número 5 do artigo 447.º e número 4 do artigo 448.º.

fechadas são geralmente compostas por acionistas que permanecem na sociedade por períodos mais longos.

Porque a estrutura societária se pode modificar muito rapidamente e é de extremo interesse, tanto para os acionistas como para os investidores e eventuais acionistas, o regime da transparência estabelecido assume uma grande importância, permitindo a qualquer momento ao mercado conhecer a realidade societária.

De entre o regime da transparência deve-se destacar o dever de comunicação de participação qualificada, que permite conhecer se existem acionistas de referência, suscetíveis de influenciar os destinos da sociedade, e identificá-los.

A sede normativa deste dever encontra-se no artigo 16º do Cód.VM, todavia, este artigo é em si uma parcela de norma, uma vez que apenas estabelece aquilo que se deve observar para cumprimento do dever, quando este é aplicável, não se estabelecendo de que forma o dever se constitui na esfera jurídica do sujeito²⁵.

2.1.2.2.1 A evolução do artigo 16º do Cód.VM

Com a entrada em vigor do Cód.VM²⁶ o dever de comunicação de participação qualificada passou a ser regulado pelo artigo 16º²⁷. Este estabelecia limiares distintos para a consideração de existência de participação qualificada: (i) para sociedades abertas impunha-se comunicação sempre que ultrapassado o limiar de 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto e, conseqüentemente, sempre que depois de alcançada participação no capital social que

²⁵ Contudo, a previsão do dever será tratada em ponto autónomo (*infra*) da reflexão, uma vez que é comum ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias.

²⁶ O Cód.VM foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro de 1999.

²⁷ Artigo 16º do Cód.VM na sua primeira versão disponível em http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_busca_art_velho.php?nid=450&artigonum=450A0016&n_versao=1&so_miolo.

atingisse os limiares relevantes a participação social descesse abaixo dos mesmos limiares; (ii) para sociedades abertas com ações ou outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado impunha-se comunicação sempre que ultrapassado o limiar de 2% e 5%, para além dos limiares anteriormente previstos, bem como a descida abaixo dos mesmos.

Eram ainda definidos os destinatários²⁸ da comunicação de participação qualificada, bem como a obrigação de esclarecer esses destinatários relativamente aos títulos de imputação de direitos de voto constantes do número 1 do artigo 20º do Cód.VM²⁹.

Mais tarde o artigo 16º foi objeto da sua primeira alteração³⁰. Esta alteração introduziu a obrigação de identificar toda a cadeia de controlo associada à imputação dos direitos de voto³¹, sendo também aplicável a entidades que não estejam sujeitas à lei portuguesa³².

A mesma alteração estabeleceu também procedimentos que a CMVM podia adotar sempre que a comunicação de participação qualificada não respeitasse todos os requisitos legais, tais como: (i) na presença de dúvidas quanto a qualquer elemento da comunicação de participação qualificada, podia a CMVM desse facto notificar os interessados, os órgãos de administração e de fiscalização e o presidente da mesa da assembleia geral da sociedade participada³³; (ii) depois de notificados do facto tinham os interessados 30 dias para esclarecer a CMVM, relativamente às dúvidas suscitadas, com vista a assegurar a transparência das participações qualificadas³⁴; (iii) no caso dos esclarecimentos prestados

²⁸ Cfr. alínea a) do número 1 do artigo 16º.

²⁹ Cfr. alínea b) do número 1 do artigo 16º.

³⁰ Ao abrigo do Decreto-lei n.º 61/2002, de 20 de março de 2002.

³¹ Introdução do número 3.

³² Número 3 do artigo 20º *in fine*.

³³ Nos termos do número 4 do artigo 20º.

³⁴ Nos termos do número 5 do artigo 20º.

não satisfazerem os requisitos de transparência podia a CMVM divulgar ao mercado que a comunicação anteriormente divulgada não era totalmente transparente³⁵, a partir do momento em que era feita uma comunicação ao mercado por parte da CMVM, respeitando a participações qualificadas, ficavam suspensos os direitos de voto e patrimoniais a essa participação associados, até que fossem cumpridos os requisitos de transparência³⁶; (iv) era ainda regulado o destino dos direitos suspensos³⁷ bem como a comunicação que devia ser feita pela CMVM tanto ao Banco de Portugal como ao Instituto de Seguros de Portugal, quando as sociedades participadas estivessem sujeitas à supervisão destas entidades³⁸.

Estas alterações surgiram como resposta às insuficiências legais verificadas para forçar ao cumprimento dos deveres que permitem a transparência, relativamente às estruturas das sociedades abertas. Essas insuficiências podiam ser verificadas em casos em que as participações se encontravam inseridas numa cadeia societária complexa. A lei não previa os instrumentos necessários para que fosse exigido o esclarecimento sobre a mesma, não se verificando nesse caso aclaramento tal, que tornasse transparente a cadeia de controlo societária. Foi então intenção do legislador reconhecer a importância superior do detentor material relativamente ao detentor formal dos direitos de voto. Com esta alteração legislativa o desrespeito pelo dever de comunicação passou a ser sancionado de duas formas, por um lado, continuou a ser aplicável a contra ordenação grave ou muito grave, passando-se a aplicar

³⁵ Nos termos do número 6 do artigo 20º.

³⁶ Nos termos do número 7 do artigo 20º. Exceciona-se desta suspensão o direito de preferência a exercer em face de aumentos de capital da sociedade participada.

³⁷ Nos termos do número 8 do artigo 20º, devem ser *depositados em conta especial aberta junto de instituição de crédito habilitada a receber depósitos em Portugal*.

³⁸ Nos termos do número 9 do artigo 20º.

em simultâneo uma sanção acessória (a suspensão dos direitos de voto e patrimoniais)³⁹.

A terceira alteração ao artigo 16º foi suscitada pela transposição da diretiva da transparência e da DMIF⁴⁰ para o ordenamento jurídico nacional. Esta versão, que continua atualmente em vigor, vem: (i) criar mais limiares que devem ser comunicados, aplicáveis a determinadas sociedades⁴¹; (ii) o limiar relevante de 2% dos direitos de voto para que se considere a existência de uma participação qualificada mantém-se nos termos da alteração anteriormente verificada; (iii) desconsidera-se as ações com direito de voto suspenso para cálculo da participação relevante a comunicar⁴²; (iv) regular os aspetos que devem constar da comunicação de participação qualificada⁴³; (v) na senda da simplificação dos procedimentos a observar no caso de comunicação de participação qualificada, permite-se que no caso do mesmo dever impender sobre diversas pessoas o mesmo se considere cumprido através de uma única comunicação⁴⁴; (vi) estabelecer requisitos informativos especiais para participantes que se encontrem em determinadas situações que façam com que os direitos de voto que não detêm lhes sejam imputados⁴⁵.

³⁹ Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 100-101.

⁴⁰ Ao abrigo do Decreto-Lei n.º 357-A/2007.

⁴¹ *Cfr.* termos do número 2 do artigo 16º.

⁴² Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 101 e 127. Esta alteração vem no sentido de facilitar as comunicações de participação qualificada, pois sobre o participante deixa de impender a exigência de calcular a sua participação social e respetivos direito de voto tendo em consideração as ações próprias da sociedade. A solução encontrada desonera o participante de comunicações posteriores, não fundadas em atos subjetivos, por exemplo, anteriormente, se a sociedade adquirisse ações próprias o participante tinha que acompanhar essa realidade para, no caso dessa aquisição e consequente suspensão dos direitos de voto importar um aumento da percentagem de direitos de voto a ele atribuídos suscetível de ultrapassar um limiar dos constantes no artigo 16º do Cód.VM, proceder à comunicação de participação qualificada devida.

⁴³ *Cfr.* número 4 do artigo 16º.

⁴⁴ *Cfr.* número 5 do artigo 16º.

⁴⁵ *Cfr.* número 6 e 7 do artigo 16º, para imputações de direitos de voto por via das alíneas e) e g) do número 1 do artigo 20º.

Em sentido inverso, foram retirados do artigo os números que permitiam à CMVM atuar nos casos em que as comunicações de participação qualificada não satisfizessem os requisitos da transparência.

A transposição da diretiva 2013/50/UE implicou a introdução das últimas alterações ao artigo 16º do Cód.VM. Desde logo, verifica-se uma alteração relativa ao lapso temporal em que a comunicação de participação qualificada se deve verificar, introduzindo-se o conceito de *o mais rapidamente possível*, mantendo-se o prazo máximo de quatro dias de negociação.

Contudo, as alterações mais significativas surgem da imputação, por via das novas alíneas do número 1 do artigo 20º⁴⁶. Estas alterações vêm definir critérios quanto aos elementos que a comunicação de participação qualificada fundamentada pela detenção de instrumentos financeiros deve observar, sendo exigido para o efeito: (i) agregação de todos os instrumentos financeiros que tenham o mesmo ativo subjacente; (ii) as comunicações têm que ser tantas quanto os emitentes de ativos subjacentes de um mesmo ativo financeiro, ou seja, a comunicação de participação qualificada não serve para cada instrumento financeiro, mas sim para cada emitente de valores mobiliários que se consubstanciem enquanto ativos subjacentes de instrumentos financeiros; (iii) a comunicação deve incluir as datas em que os direitos de aquisição podem ser exercidos, bem como a data em que o instrumento expira; (iv) discriminação da percentagem de direitos de voto imputados consoante o tipo de instrumento financeiro, bem como se o mesmo prevê liquidação física ou financeira⁴⁷.

⁴⁶ Referem-se aqui as alíneas e) e i) do número 1 do artigo 20º acrescentadas ao aludido artigo pelo Decreto-Lei n.º 22/2016. O mesmo Decreto-Lei que introduz as alterações do artigo 1º a que se faz referência.

⁴⁷ Todas estas alterações constam do novo número 5 do artigo 16º do Cód.VM..

2.1.2.2.2 O dever de comunicação de participação qualificada no regulamento da CMVM n.º 5/2008⁴⁸

O regulamento identificado em epígrafe é uma decorrência da transposição da diretiva da transparência que implicou: (i) alterações ao Cód.VM que se consubstanciaram numa transferência de deveres, então previstos no regulamento em vigor⁴⁹, para o Código referido; (ii) redação de um novo regulamento⁵⁰, o identificado em epígrafe, o qual prevê à semelhança do regulamento revogado uma densificação dos deveres de informação constantes do aludido Código.

O regulamento da CMVM n.º 5/2008 trata os variados deveres de informação que, tanto as sociedades emitentes como os participantes nessas sociedades devem cumprir. No âmbito deste regulamento são também dispostos alguns requisitos a verificar aquando do cumprimento do dever de comunicação relativo às participações qualificadas.

O artigo 2º do regulamento densifica precisamente o dever enunciado pelo artigo 16º do Cód.VM, definindo requisitos informativos adicionais que a comunicação de participação qualificada deve incluir: (i) facto jurídico em concreto que motiva a imputação; (ii) quando for caso disso, o número de ações adquiridas ou alienadas; (iii) local de execução da transação. Este mesmo artigo, no seu número 2, regula também o comunicado que se deve verificar sempre que existam alterações do título de imputação⁵¹.

⁴⁸ Conforme alterado pelo Regulamento n.º 5/2010. Disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg2008_05_vconsolidada.aspx?v=.

⁴⁹ Regulamento da CMVM n.º 4/2004, de 11 de junho cessou vigência com entrada em vigor do Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

⁵⁰ Cfr. preâmbulo do Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

⁵¹ Relevante para efeitos de alterações na imputação dos direitos de voto, assunto desenvolvido *infra*.

2.2 O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias

2.2.1 Regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias no direito europeu

2.2.1.1 A diretiva das ofertas públicas de aquisição de 1989

A criação de um regime europeu que estabelecesse o instituto das ofertas públicas de aquisição, no âmbito do direito da União Europeia, não foi um processo pacífico, pontificado por diversos avanços e recuos, que se iniciou nos anos 70 do século XX⁵²⁵³. Já nos anos 80 do mesmo século verificaram-se factos importantes para o desenvolvimento desta temática: (i) adoção do Livro Branco pela Comissão Europeia e (ii) oferta pública de aquisição lançada por Carlo de Benedetti sobre a *Société Générale de Belgique*.

Apesar de todos estes acontecimentos, apenas em 1989 foi apresentada a primeira proposta de diretiva para regular as ofertas públicas de aquisição na Comunidade Europeia.

A 14 de março de 1989 é então publicada, no Jornal Oficial da Comunidade Europeia⁵⁴, a décima terceira diretiva do Conselho em matéria do direito das sociedades relativa às ofertas públicas de aquisição ou de troca⁵⁵. Precedendo a diretiva são apresentados os fundamentos que conduziram à adoção da mesma, designadamente: (i) coordenação

⁵² Naquele momento foi elaborado um relatório sobre ofertas públicas de aquisição intitulado “*Report on takeovers and other bids*” e consequente preparação de projeto de diretiva. Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 218.

⁵³ Existem argumentos a favor e contra este instituto jurídico. Se por um lado se pode considerar que a oferta pública de aquisição é benéfica para todos os intervenientes, acionistas, oferentes e sociedade visada, a mesma acarreta alguns riscos. Os riscos estão essencialmente relacionados com medidas defensivas que a sociedade visada pretenda adotar e alguns riscos de endividamento, por parte do oferente, por exemplo. Garcia, Augusto Teixeira, “*OPA – Da oferta pública de aquisição e seu regime*”, Boletim da Faculdade de Direito, Studia Iuridica 11, p. 19, Coimbra Editora, 1995.

⁵⁴ Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º C64/9. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1989:064:FULL&from=PT>.

⁵⁵ Falcão, João Paulo Menezes, *ob cit*, p. 184. O autor justifica os impasses verificados com a dificuldade de ponderação dos interesses e valores em jogo.

das garantias exigidas pelos diversos Estados membros às sociedades para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros; (ii) proteção dos sócios de sociedades visadas por ofertas públicas de aquisição ou de troca; (iii) estabelecimento do princípio da igualdade, relativamente aos sócios⁵⁶; (iv) implementação do princípio da igualdade implica a imposição de lançamento de oferta pública de aquisição por parte daquele que atinja uma posição de controlo; (v) necessidade de criar uma autoridade fiscalizadora que deverá atuar na pendência de ofertas públicas, com o objetivo de fazer cumprir as obrigações a que as partes estão sujeitas; (vi) proibição de retirar a oferta depois de lançada, como forma de proteger a sociedade e os destinatários da oferta; (vii) previsão de limites ao direito de revisão da oferta por parte do oferente. Estes eram alguns dos objetivos que os órgãos da Comunidade Europeia pretendiam prosseguir, correspondendo à necessidade de produzirem um regime regulatório do instituto das ofertas públicas de aquisição, que fosse válido uniformemente para toda a Comunidade.

Desta diretiva das ofertas públicas de aquisição já se poderia retirar a preocupação com a proteção dos acionistas, desde logo pelo estabelecimento do princípio da igualdade de tratamento, no âmbito deste tipo de operação⁵⁷, e também pela previsão de situações em que a oferta pública de aquisição deixaria de ser voluntária e passaria a ser considerada obrigatória⁵⁸.

⁵⁶ Engrácia Antunes, José, “*A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA*”, Direito das Sociedades em Revista, volume 3, Coimbra Editora, p. 98, 2010, o autor considera que a igualdade de tratamento dos acionistas apenas se deve aplicar relativamente aos acionistas que são titulares de uma mesma categoria de ações ou de valores mobiliários. Assim, não fere a igualdade de tratamento o facto de um oferente oferecer preços distintos consoante a categoria de ações ou o valores mobiliários em questão. O mesmo autor, na p. 110, frisa que o princípio da igualdade de tratamento de acionistas encontra maior expressão naquilo que à oferta pública de aquisição obrigatória concerne.

⁵⁷ Cfr. artigo 3.º da Diretiva.

⁵⁸ Cfr. artigo 4.º da Diretiva. De referir que a previsão de que uma Oferta deveria ser considerada obrigatória não funcionava como legitimação de uma aquisição de controlo, mas sim era definida mesmo antes do oferente adquirir a posição de controlo, conforme estipulado pelo número 1 do

A mesma diretiva previa ainda, à semelhança da diretiva da transparência⁵⁹, um conjunto de situações que conduziam à imputação indireta de direitos de voto, relevantes para determinação da obrigatoriedade ou não das ofertas públicas de aquisição. Foram então estabelecidos os seguintes casos: (i) direitos de voto detidos por outrem em nome do oferente; (ii) direitos de voto detidos por empresas que pertençam, juntamente com o oferente, ao mesmo grupo; (iii) direitos de voto detidos por pessoas que agem em concertação com o oferente; (iv) direitos de voto detidos por membros dos órgãos de administração ou fiscalização, se o oferente for uma sociedade. O regime definido pela diretiva em análise estabelecia ainda dispensas do dever, concedidas pelas autoridades nacionais fiscalizadoras⁶⁰, e isenções devido à dimensão da sociedade visada⁶¹.

A primeira diretiva das ofertas públicas de aquisição foi objeto de críticas pelos órgãos da Comunidade Europeia, pelo Comité Económico e Social, pelo Parlamento Europeu e ainda por parte dos Estados membros⁶².

Na sequência das críticas de que a diretiva foi objeto foi apresentada pela Comissão Europeia uma proposta de alteração⁶³, ainda no decorrer do ano de 1990. As alterações propostas, no ora relevante, eram as seguintes: (i) delimitar os acionistas que merecem proteção, concretizando para tal os

artigo 4.º. Destacar ainda que a Diretiva apenas definia o limiar mínimo quanto à percentagem de direitos de voto a considerar para sujeitar ao dever de lançamento da oferta, deixando à discricionariedade dos Estados membros estabelecerem limiares com menores percentagens.

⁵⁹ Como explicitado *supra* ponto 2.1.1..

⁶⁰ Possibilidade prevista pelo número 3 do artigo 4.º da Diretiva.

⁶¹ Isenções previstas no artigo 5.º da Diretiva.

⁶² Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 219. As críticas estavam relacionadas com a obrigação de lançar oferta sobre todos os valores da sociedade como forma de proteger os acionistas minoritários em caso de mudança de controlo da sociedade; dever de o órgão de administração se manter neutral na pendência da oferta; necessidade de criar procedimentos vinculativos que permitissem a realização de ofertas.

⁶³ Proposta apresentada no Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º 90/C38/03, pp. 48 e ss, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1990:038:FULL&from=EN>.

acionistas de sociedades que tenham os seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado⁶⁴; (ii) concretizar especificamente os sujeitos que estariam obrigados a lançar oferta, que seriam, nomeadamente, *as pessoas que pretendam adquirir uma participação importante*⁶⁵; (iii) permitir que os Estados membros alargassem as previsões da diretiva a sociedades que não tivessem os seus títulos admitidos à negociação em mercado regulamentado, sendo, contudo, o objeto da diretiva concretizado como as sociedades com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado⁶⁶; (iv) aplicar o princípio do tratamento igualitário extensivamente aos titulares de valores mobiliários que possam vir a atribuir direitos de voto e não apenas aos acionistas⁶⁷; (v) contabilizar os direitos de voto a considerar para efeitos dos limiares, incluindo a noção de títulos de capital com direito de voto, que obrigam ao lançamento de oferta⁶⁸; (vi) suprimir a possibilidade de concessão de isenções por parte das autoridades nacionais fiscalizadoras do dever de lançamento de oferta pública, tendo em consideração a dimensão da sociedade visada⁶⁹.

Ainda antes da aprovação das alterações propostas pela Comissão Europeia foi emitido um parecer pelo Parlamento Europeu, a 26 de junho de 1996⁷⁰, no qual o Parlamento Europeu voltou a alterar alguns aspetos em relação à proposta da Comissão Europeia, tendo esse documento sido remetido à última entidade para apreciação das alterações introduzidas.

⁶⁴ Alteração ao Considerando (2).

⁶⁵ Alteração ao Considerando (4).

⁶⁶ Alteração ao artigo 1.º.

⁶⁷ Alteração ao artigo 3.º.

⁶⁸ Alteração ao número 1 do artigo 4.º.

⁶⁹ Supressão do artigo 5.º.

⁷⁰ Parecer publicado no Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º C 222/20, pp. 24 e ss., disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1997:222:FULL&from=EN>.

Segundo HUGO MOREDO DOS SANTOS⁷¹, as alterações introduzidas pelo Parlamento Europeu foram então analisadas pelo Conselho que emitiu a sua posição comum⁷² que, seguidamente foi analisada pelo primeiro órgão, o qual identificou três problemas, *in casu* irrelevantes, mas que tornaram a aprovação das alterações à diretiva um processo demorado pelos problemas, sucessivamente suscitados, quer pelo Conselho quer pela Comissão Europeia. Esta situação denota o desacerto que existia entre a Comunidade Europeia e os seus Estados membros, que não chegavam a acordo quanto a um regime comum de ofertas públicas de aquisição, regime esse que seria essencial para o desenvolvimento de um mercado de capitais único. Os documentos que continham as alterações à Diretiva aprovada em 1989 acabaram por ser sempre chumbados no Parlamento Europeu, muito por conta dos deputados alemães que não concordavam com a criação de uma diretiva sobre ofertas públicas.

2.2.1.2 A segunda diretiva europeia das ofertas públicas de aquisição

Sendo a matéria das ofertas públicas de aquisição de extrema importância para a criação e desenvolvimento do mercado único de capitais no seio da União Europeia⁷³ foram envidados esforços, por parte dos órgãos europeus, para que as intenções e reivindicações de todos os Estados membros fossem acolhidas por um novo documento, a fim de este vir a ser aprovado e vigorar. Em concreto, o Conselho Europeu de Lisboa estabeleceu como prioritária, para realizar a integração dos mercados financeiros europeus, a aprovação de um diploma que estabelecesse um regime comum das ofertas públicas de aquisição, estabelecendo como

⁷¹ Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 220.

⁷² Posição comum do Conselho publicada no Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º C378/12, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:1997:378:FULL&from=EN>.

⁷³ Baptista, Daniela Farto, “A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”, Universidade Católica Editora, p. 38 e 39, 2016.

limite o ano de 2005. Mesmo o Parlamento Europeu, não obstante ter contribuído para a rejeição das alterações à anterior diretiva, reconhecia, ao momento, a importância de estabelecer uma diretiva neste domínio específico⁷⁴.

A 25 de fevereiro de 2003 foi apresentada uma proposta de diretiva relativa às ofertas públicas de aquisição⁷⁵, por parte da Comissão Europeia, para que fosse analisada e aprovada tanto pelo Parlamento Europeu como pelo Conselho. A proposta apresentada foi preparada por um grupo de especialistas em direito societário⁷⁶, que tinha como objetivo a elaboração de um relatório que solucionasse os problemas suscitados pelo Parlamento Europeu, no decorrer do processo para aprovação das alterações à anterior diretiva.

Ainda nas Considerações Gerais que precedem a proposta de diretiva são apresentados os objetivos que a mesma pretende prosseguir: (i) integração dos mercados europeus; (ii) harmonização das condições de reestruturação das empresas; (iii) reforço da segurança jurídica, no que concerne a ofertas públicas de aquisição; (iv) proteção dos acionistas minoritários no âmbito de ofertas públicas de aquisição; (v) imposição de determinados princípios aos Estados membros; (vi) permissão para que os Estados membros adotassem regras pormenorizadas de execução em conformidade com as práticas nacionais.

Da análise dos Considerandos desta proposta de diretiva, comparativamente aos Considerandos da diretiva anterior, pode desde logo inferir-se a existência de uma maior preocupação com a fundamentação dos casos em que as ofertas públicas de aquisição são

⁷⁴ Cfr. proposta da Comissão divulgada no Jornal Oficial da União Europeia n.º C45/E/1, disponível em <file:///C:/Users/Rita/Downloads/Proposta%20Diretiva%20OPA.pdf>.

⁷⁵ Proposta identificada na nota de rodapé *supra*.

⁷⁶ Grupo ficou conhecido como *Winter Group*, uma vez que foi presidido pelo Professor Jaap Winter. Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 221.

lançadas obrigatoriamente, nomeadamente, ao estabelecer-se a necessidade de proteção dos acionistas, relativamente a mudanças de controlo nas sociedades⁷⁷. A necessidade de proteção dos acionistas minoritários é reforçada com o estabelecimento da imposição, àquele que adquire o controlo de uma sociedade, de lançamento de uma oferta pública de aquisição sobre a totalidade de valores mobiliários da sociedade que controla, por um preço equitativo⁷⁸. Acresce ainda a necessidade de estabelecer um regime que protegesse tanto o acionista maioritário como os acionistas minoritários, ao permitir-se que o primeiro, assim pretendendo, pudesse adquirir por vontade unilateral as ações dos acionistas minoritários remanescentes e, os segundos, assim pretendendo, exigirem que o acionista maioritário lhes adquira as ações⁷⁹.

Estava prevista a possibilidade de serem atribuídas exceções e derrogações, relativamente às ofertas públicas de aquisição obrigatórias, contudo a aplicação destas regras, por parte das autoridades fiscalizadoras nacionais, deveria respeitar os princípios gerais estabelecidos⁸⁰.

Pedra basilar desta proposta de diretiva eram os princípios gerais apresentados⁸¹, que definiam os limites que os Estados membros deviam respeitar, aquando da transposição da diretiva e da criação de um regime nacional, relacionado com as matérias reguladas em primeira mão pela diretiva. Sendo eles, no ora relevante⁸²: (i) igualdade de tratamento para os titulares de valores mobiliários da mesma categoria e proteção dos

⁷⁷ Cfr. considerando (2).

⁷⁸ Cfr. considerando (8).

⁷⁹ Cfr. considerando (21).

⁸⁰ Cfr. considerando (5). Esta possibilidade é apresentada como uma forma de atender a novas circunstâncias que possam surgir, sendo o regime flexível será também mais eficaz, por ser capaz de acomodar as realidades que forem surgindo.

⁸¹ Artigo 3.º da proposta de diretiva.

⁸² A Diretiva define mais princípios gerais, sendo estes considerados relevantes para a reflexão pretendida.

titulares de valores mobiliários quando existe aquisição de controlo da sociedade; (ii) estabelecimento de um lapso temporal durante o qual os destinatários, na posse de informações suficientes, podiam tomar decisões em consciência, sem que a oferta fosse retirada. A diretiva previa ainda regras de transposição que permitiam a criação de requisitos mais restritivos ou condições adicionais, sendo, portanto, uma diretiva de harmonização mínima.

A proposta de diretiva apresentada pela Comissão, relativa às ofertas públicas de aquisição, viu o seu processo culminar com a aprovação por parte do Parlamento Europeu e do Conselho, a 21 de abril de 2004.

Na verdade, os Estados membros mais resistentes permitiam uma maior captação de investimento resultante de normas e regulamentos mais permissivos, que resultava numa crescente dinamização dos seus mercados de capitais, exemplo disso, a ausência de regras que protegessem os acionistas minoritários quanto à construção de posições qualificadas no capital social de sociedades abertas. Os acionistas maioritários não se viam assim na contingência de obrigatoriamente lançarem oferta pública de aquisição e, conseqüentemente, não tinham também que distribuir o prémio de controlo por todos os acionistas, esta distribuição representa uma elevada onerosidade. Estas medidas já se encontravam implementadas em outros Estados membros e que os colocavam em posição de desvantagem⁸³.

A expectativa de que um regime de abrangência europeia nesta matéria seria aprovado, levou à disseminação de regimes nacionais com previsão de existência de ofertas públicas de aquisição obrigatórias, por parte dos Estados membros que até então se tinham demonstrado hostis, como por exemplo, a Alemanha e a Áustria. Desta forma, os ordenamentos jurídicos dos Estados membros que se tinham demonstrado contra a criação de tais

⁸³ Câmara, Paulo, *“Manual de Direito dos Valores Mobiliários”*, p. 611, 2ª edição, Almedina, 2011.

deveres já se tinham flexibilizado, podendo assim, mais facilmente transpor a diretiva que veio a ser aprovada. Seria então mais fácil alcançar o grande objetivo de realização de um mercado de capitais único, harmonizando os diferentes regimes dos Estados membros. Esta diretiva, menos ambiciosa no alcance da harmonização do regime, produto de um demorado processo de negociação entre Estados membros e União Europeia⁸⁴, prevê, à semelhança da diretiva da transparência, que os direitos de voto a considerar para efeitos de alcance dos limiares relevantes para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, não sejam apenas aqueles que o acionista sujeito a esse dever detém, ou seja, dos quais é titular. O número 1 do artigo 5º da diretiva trata da imputação indireta de direitos de voto, mas como se pode observar não estabelece situações concretas, ao contrário da anterior diretiva. Pelo contrário recorre-se de um conceito indeterminado – **atuação em concertação** – para determinar os direitos de voto que devem ser imputados indiretamente. Pode considerar-se que este conceito é limitado pelo fim que a atuação em concertação vise atingir, sendo nesse caso o fim necessário para suscitar a imputação de direitos de voto *alguma forma de controlo*. Será também na conceção de DANIELA FARTO BAPTISTA necessário que o acordo entre as partes seja de *comportamento e não de procedimento*⁸⁵.

A utilização de um conceito indeterminado para definir as situações que devem conduzir à imputação indireta de direitos de voto cria incertezas e inseguranças no mercado. Isto é, os acionistas que pretendem cooperar com outros acionistas podem optar por não cooperar por receio que essa forma de atuação leve à imputação indireta de direitos de voto e, se alcançados os limiares relevantes, à constituição do dever de lançar oferta

⁸⁴ Sá Couto, Ana, “Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 25, 2006, p. 70.

⁸⁵ Baptista, Daniela Farto, *ob cit*, p. 46 e 47.

pública de aquisição. Para minorar esta incerteza a ESMA⁸⁶ em colaboração com as autoridades nacionais procedeu à elaboração de *Lista Branca* de atividades que não devem ser consideradas como suscetíveis de desencadear imputação de direitos de voto⁸⁷. A elaboração desta lista tem como pressupostos a vontade dos acionistas atuarem em concertação, admitindo mesmo a votação em certas matérias de forma concertada⁸⁸, sem que dessa atuação pretendam alcançar o controlo da sociedade.

O poder que continua a ser atribuído às autoridades nacionais de determinar que atividades constantes da *Lista Branca* possam configurar atuação concertada, prende-se com a possibilidade de estas poderem proceder a uma análise casuística que pode suscitar a imputação de direitos de voto⁸⁹.

Tendo em consideração tudo o que foi antes exposto é feita então a lista das atividades que não devem, à partida, serem consideradas como suscetíveis de desencadear a imputação indireta de direitos de voto⁹⁰.

Tratando-se de um conceito indeterminado e permitindo a diretiva, nos termos das alíneas do número 2 do artigo 3.º, que os Estados membros adotem medidas mais exigentes no seio do direito nacional, será legítimo que, aquando da concretização deste conceito, o legislador nacional se estenda para além do que poderia à partida ser considerado atuação em concertação. O que não seria aceitável era, atentas as exigências definidas pela diretiva, a eventual opção do legislador em ficar aquém, limitando a concretização deste conceito indeterminado.

⁸⁶ European Securities and Markets Authority.

⁸⁷ De referir que esta lista não limita a atividade das autoridades nacionais, *cfr.* “*Public Statement. Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive – 1st update*”, ponto 1.2.

⁸⁸ *Cfr.* ponto 3.1.

⁸⁹ *Cfr.* ponto 3.3.

⁹⁰ *Cfr.* ponto 4.

Quanto às disposições que regulamentam a constituição ou não do dever de lançar oferta pública de aquisição a diretiva avança dois aspetos: (i) o dever de lançar uma oferta pública de aquisição não é aplicável se o controlo for alcançado através de uma oferta pública de aquisição voluntária e dirigida a todos os titulares de valores mobiliários que compreenda a totalidade das suas participações; (ii) a percentagem relevante de direitos de voto a considerar para determinar a existência de controlo da sociedade deve ser concretizada, internamente, pelos Estados membros.

2.2.2 O regime das ofertas públicas de aquisição no direito nacional

2.2.2.1 A evolução do regime das ofertas públicas de aquisição no ordenamento jurídico português

PAULO CÂMARA⁹¹ identifica a existência de seis etapas relativas à legislação e regulação sobre ofertas públicas de aquisição em território nacional, que serão de seguida enumeradas e identificadas.

A primeira regulação sobre este instituto⁹² tinha um acentuado cariz protecionista do mercado interno, essencialmente, servia para proteger as sociedades constituídas por capital português de ofertas vindas do exterior de Portugal, estabelecendo para o efeito a necessidade de existência de autorização ministerial para que uma oferta com estas características se verificasse.

Com a primeira versão do Cód.SC, datada de 1986, verificou-se um desenvolvimento da regulação do instituto em causa, nomeadamente: (i) foram instituídas regras processuais que uma operação de oferta pública de aquisição teria que observar; (ii) foi instituído o dever de lançar oferta prévia parcial quando fosse intenção do oferente adquirir o domínio da sociedade ou quando a participação que pretendesse alcançar somada às

⁹¹ Câmara, Paulo, “Manual...”, p. 567 e ss..

⁹² Decreto-Lei n.º 429/83, de 13 de dezembro.

participações alcançadas no anterior ano civil somassem 20% dos direitos de voto.

Com a aprovação do Cód.MVM observou-se um período durante o qual coexistiu a regulamentação societária, prevista pelo Cód.SC, e a regulamentação mobiliária, prevista no inovador Cód.MVM. Este novo diploma do ordenamento jurídico português manteve a previsão do dever de lançar oferta pública de aquisição prévia, incluindo, de forma inovadora, o dever de lançar oferta pública subsequente. Este último dever funcionava como legitimação da aquisição de controlo, que se cifrava na detenção de pelo menos 50% dos direitos de voto da sociedade visada. As novidades desta regulamentação eram por um lado, a previsão de um dever de lançar oferta pública de aquisição subsequente e, por outro, o estabelecimento do limiar de 50% dos direitos de voto para considerar a existência de controlo da sociedade e sujeitar o participante ao dever de lançar oferta pública de aquisição⁹³. Em consequência, o dever tornou-se menos abrangente, uma vez que a percentagem de direitos de voto prevista para obrigar ao lançamento de oferta pública de aquisição era 20%⁹⁴. Este diploma previa também a atuação concertada entre participantes na sociedade para efeitos de determinação do cômputo dos direitos de voto relevantes, utilizando para tal presunções do que se deveria considerar situações que configuravam atuação em concertação entre acionistas e ficções legais, para efeitos de somatório dos direitos de voto incluídos em *participações importantes* (participações importantes era

⁹³ Garcia, Augusto Teixeira, *ob cit*, p. 209. O Cód.MVM determinava a existência de um dever de lançar oferta pública de aquisição como um meio e noutras situações como um fim. Isto é, se o oferente pretendesse adquirir valores mobiliários tais que alcançassem um determinado limiar este se visse obrigado a lançar, desde logo, oferta pública, o que corresponderia à oferta pública de aquisição como um *meio obrigatório* para alcançar o limiar previamente pretendido. Por outro lado, previa também o dever de lançar oferta pública de aquisição como legitimação de uma posição acionista alcançada previamente pelo oferente, sendo nestes casos o dever um *fim obrigatório*. No mesmo sentido Ferreira, Juliano, “*Excepções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*”, Direito das Sociedades em Revista, volume 6, Almedina, p. 196, 2011.

⁹⁴ Tal como era previsto pelo Cód.SC.

a terminologia utilizada pelo Cód.MVM para referir aquilo que se nomeia, atualmente, participações qualificadas) a imputar ao oferente.

A revisão operada em 1995 pelo Decreto-Lei n.º 261/95 ao Cód.MVM foi de grande relevância no que concerne ao regime das ofertas públicas de aquisição, parte das alterações introduzidas corresponderam à revogação do regime instituído pelo Cód.SC, passando a ser o Cód.MVM a única fonte legal do regime das ofertas públicas de aquisição. Todavia, não se verificou uma simplificação do regime, antes pelo contrário, o regime tornou-se mais complexo, a saber: (i) era previsto o dever de lançar oferta pública de aquisição a quem pretendesse adquirir 2% dos direitos de voto no decorrer de um ano e já detivesse metade e menos de dois terços dos direitos de voto⁹⁵; (ii) era prevista a sujeição ao dever de lançar oferta pública de aquisição a quem pretendesse adquirir dois terços ou mais de dois terços dos direitos de voto⁹⁶; (iii) era prevista a sujeição ao dever de lançar oferta pública de aquisição a quem pretendesse adquirir mais de metade dos direitos de voto e a quem já o tivesse atingido⁹⁷; (iv) por último, previa-se ainda a sujeição ao dever de lançar oferta pública de aquisição a todos os que adquirissem mais de 20% dos direitos de voto desde 1 de janeiro do ano civil anterior, independentemente da participação anteriormente detida.

A complexidade do regime levou a que se considerasse a necessidade de uma revisão profunda. O que sucedeu, com a entrada em vigor do Cód.VM.

⁹⁵ Previsão de oferta pública de aquisição obrigatória prévia.

⁹⁶ Mais uma vez está-se perante um dever de lançamento de oferta pública de aquisição prévia.

⁹⁷ Em relação ao limiar de metade dos direitos de voto previa-se tanto o dever prévio como o dever de lançamento de oferta pública de aquisição subsequente, como forma de legitimação da detenção de metade dos direitos de voto.

2.2.2.2 O regime das ofertas públicas de aquisição no Cód.VM

MENEZES CORDEIRO define o dever de lançar uma oferta pública de aquisição como um dever de formular uma proposta ao qual se associa o direito atribuído aos acionistas minoritários de se retirarem da sociedade⁹⁸.

O regime das ofertas públicas de aquisição originariamente previsto no Cód.VM veio a ser alterado aquando da transposição, tanto da diretiva da transparência, como da diretiva das ofertas públicas de aquisição, nos anos de 2006 e 2007, respetivamente.

O número 12 do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, que deu origem ao Cód.VM, define que o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias surgiu para fazer face à necessidade de tratar de igual forma todos os acionistas na pendência ou na sequência de um processo de aquisição de controlo⁹⁹. Um dos aspetos que a diretiva das ofertas públicas de aquisição deixa ao critério dos Estados membros é a definição dos limiares a considerar para efeitos de constituição do dever de lançar oferta, bem como as regras de cálculo de tais limiares. Assim foram definidos os limiares de um terço e metade dos direitos de voto, conforme artigo 187º do Cód.VM.

Outro aspeto do regime das ofertas públicas de aquisição, nomeadamente daquelas que são precedidas da constituição do dever de as lançar, para o qual a diretiva permite a discricionariedade dos Estados membros é o método de cálculo da contrapartida a prestar pelo oferente, desde que dentro dos limites estabelecidos pelo número 4 do artigo 5º da diretiva¹⁰⁰. Os limites definidos pela diretiva à discricionariedade regulativa dos Estados membros, relativamente ao estabelecimento das regras de cálculo da contrapartida, foram os seguintes: (i) o lapso temporal a

⁹⁸ Menezes Cordeiro, António, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”, Revista de Direito das Sociedades, número 4, p. 979 e 980, 2011.

⁹⁹ Falcão, João Paulo Menezes, *ob cit*, p. 191.

¹⁰⁰ Cfr. número 4 do artigo 5º da diretiva das ofertas públicas de aquisição.

considerar para determinar qual o valor mais elevado pago pelo oferente pelos valores mobiliários objeto da oferta não deve ser inferior a seis meses nem superior a 12 meses; *(ii)* a aquisição de valores mobiliários por parte do oferente ou de qualquer pessoa que com ele atue em concertação por um valor mais elevado do que o oferecido como contrapartida na pendência da oferta deve dar origem à revisão da oferta para que a contrapartida oferecida não seja inferior ao preço pago pelos valores mobiliários adquiridos fora do âmbito da oferta.

A diretiva também permite que as autoridades nacionais estabeleçam situações em que a contrapartida não deve respeitar as normas acima referidas. Todavia, estas situações devem ser passíveis de serem objetivamente determinadas. Para tal, a diretiva elenca exemplos que podem levar ao afastamento das regras de cálculo da contrapartida considerada equitativa, nomeadamente: *(i)* caso o preço mais elevado tiver sido acordado entre oferente e alienante; *(ii)* caso os preços de mercado tenham sido manipulados; *(iii)* caso os preços de mercado tenham sido afetados por circunstâncias excecionais; *(iv)* caso a oferta vise a recuperação da empresa.

Anteriormente à diretiva era impossibilitada a oferta de valores mobiliários como contrapartida. Esta impossibilidade era consagrada como meio de proteger os acionistas minoritários que poder-se-iam ver na situação de quererem aceitar determinada oferta, mas para tal terem que aceitar valores mobiliários de outra sociedade sobre a qual não possuíam informação. Esta realidade era, no entanto, apontada como uma desvantagem à competitividade do mercado português, por se considerar uma limitação à liberdade dos oferentes, o que no momento de investimento no mercado de capitais deixava os investidores estrangeiros constrangidos. A transposição da diretiva veio alterar esta realidade,

passando a ser permitida a contrapartida em valores mobiliários¹⁰¹, desde que cumpridos determinados requisitos¹⁰², previstos no número 5 do artigo 187.

Também se verificaram alterações no que concerne à avaliação da contrapartida por auditor independente, possibilidade já anteriormente prevista, mas em relação à qual foram introduzidas algumas novidades¹⁰³.

A diferença mais significativa entre o regime estatuído pelo Cód.MVM e o Cód.VM, no que às ofertas públicas de aquisição diz respeito, é a circunstância de apenas se exigir oferta pública de aquisição obrigatória subsequente, ou seja, depois de adquirido o controlo, como forma de legitimação do mesmo¹⁰⁴.

Em suma, cumpre assinalar que, na generalidade, o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias previsto pelo Cód.VM, antes de aprovada e transposta a diretiva que regulava este assunto, já se subsumia ao que viria a ser previsto, pelo que a transposição da diretiva não implicou, no essencial, grandes alterações. Sendo de assinalar a

¹⁰¹ Sá Couto, Ana, *ob cit*, p. 72 e 73.

¹⁰² Sá Couto, Ana, *ob cit*, p. 73. Esta autora apresenta três requisitos que têm que ser observados para que se considerem valores mobiliários como contrapartida de oferta pública de aquisição: valores mobiliários do mesmo tipo dos valores mobiliários objeto da oferta; estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado ou que sejam da mesma categoria de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, para comprovação da liquidez; o oferente, ou qualquer pessoa que com ele atue em concertação, não pode ter adquirido nos últimos seis meses quaisquer ações da sociedade visada oferecendo para tal contrapartida pecuniária.

¹⁰³ Esta possibilidade foi desenvolvida através da transposição da diretiva, para que o que já era previsto no ordenamento jurídico interno respeitasse o previsto no ordenamento jurídico europeu. Assim passou-se a considerar três situações no âmbito das quais não se considera a contrapartida equitativa e, conseqüentemente, deve ser suscitada a intervenção do auditor independente, sendo elas: preço mais alto foi fixado por acordo; valores mobiliários objeto da oferta são de reduzida liquidez; o preço foi influenciado por circunstâncias excecionais. Como se pode observar estes são os exemplos apresentados na Diretiva para que a contrapartida possa ser diferente do que se alcançaria pela aplicação das regras previstas, assim foi opção do legislador nacional permitir que, nestas situações, a autoridade fiscalizadora nomeie auditor independente para determinar a contrapartida equitativa.

¹⁰⁴ Câmara, Paulo, “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, p. 207, 2000.

diferença do regime instituído tanto no ordenamento jurídico nacional como no ordenamento jurídico europeu, relativamente ao norte-americano, que apenas prevê ofertas públicas de aquisição facultativas¹⁰⁵.

2.3 Ponto comum dos dois regimes

Na vigência do Cód.MVM os dois deveres mais significativos do regime da transparência e do regime das ofertas públicas de aquisição (o dever de comunicação de participação qualificada e o dever de lançar oferta pública de aquisição, respetivamente) estavam regulados em dois artigos. Cada um formava uma norma jurídica completa, pois cada um era constituído pela previsão e pela estatuição, gozando, portanto, de uma autonomia plena.

Na senda dos objetivos do movimento de reforma dos direitos dos valores mobiliários, da qual resultou o Cód.VM, objetivos esses traçados no preâmbulo do mesmo código («(...) *codificar, simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar* (...)»), e com a transposição da diretiva 88/627/CEE¹⁰⁶ esta realidade foi alterada.

Observou-se na transição do Cód.MVM para o Cód.VM uma simplificação generalizada dos preceitos e o abandono de uma necessidade de *auto-suficiência do Código*¹⁰⁷. Todavia, este movimento de simplificação veio acrescentar avultadas dificuldades ao intérprete e aplicador da lei, uma vez que, para efeitos bem distintos, como sejam a transparência e as ofertas públicas de aquisição obrigatórias, o Cód.VM estabelece uma única previsão, constante do número 1 do artigo 20º.

A importância crucial do número 1 do artigo 20º para o dever de lançar oferta pública de aquisição é notada por PAULO CÂMARA, que considera

¹⁰⁵ Câmara, Paulo, “O Dever...”, p. 199.

¹⁰⁶ Anterior Diretiva da Transparência, alterada pela Diretiva 2001/34/CE e revogada pela Diretiva 2004/108/CE, de 15 de dezembro de 2004, alterada pela Diretiva 2008/22/CE, Diretiva 2010/73/UE, Diretiva 2010/78/UE e pela Diretiva 2013/50/UE.

¹⁰⁷ Preâmbulo do Cód.VM.

que a *previsão do artigo 187º repousa firmemente na técnica utilizada para a imputação dos direitos de voto, consagrada no artigo 20º*¹⁰⁸.

A opção de unificar a disposição que determina a imputação indireta de direitos de voto foi precedida de um período, vigência do Cód.MVM, em que ao existirem duas fontes legais para tal imputação observam-se algumas dificuldades interpretativas tanto para os aplicadores como para os investidores¹⁰⁹.

Assim, apesar de no seu conjunto se tratarem de normas jurídicas distintas, ao encontrarem a sua previsão no mesmo artigo do código não deixam de estar relacionadas. Ao prosseguirem *ratios* distintas suscita-se a dúvida se a interpretação da previsão de cada norma jurídica deve ou não coincidir.

Esta circunstância tem levantado duas querelas doutrinárias, sendo que uma delas suscita mais divergências do que a outra, designadamente: (i) pode a aplicação do artigo 20º ser distinta para cada uma das suas estatuições? e (ii) qual a natureza jurídica das alíneas do número 1 do artigo 20º?

A segunda questão acima descrita poderá influenciar o que tem sido defendido, pela generalidade da doutrina, quanto à interpretação do número 1 do artigo 20º, que corresponde à aplicação restritiva do mesmo relativamente ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, abaixo melhor desenvolvido.

O número 1 do artigo 20º não é apenas comum aos dois regimes analisados deve-se ainda referir o regime das ofertas concorrentes que limita os sujeitos que podem ser oferentes de uma oferta desse tipo. De outra forma estar-se-ia a permitir que sujeitos relacionados lançassem

¹⁰⁸ Câmara, Paulo, “O Dever...”, p. 207.

¹⁰⁹ Baptista, Daniela Farto, *ob cit*, p. 149.

ofertas com valores díspares, estando, conseqüentemente, a avaliar a sociedade visada de formas distintas, o que poderia provocar alguma confusão no mercado. Foi entendimento do legislador que as ofertas nestes termos devem ser entendidas como lançadas pelo mesmo sujeito, mesmo que formalmente não o sejam¹¹⁰.

A incerteza quanto à aplicação da imputação de direitos de voto causa prejuízos ao mercado, como falta de eficiência e competitividade, comparativamente a outros mercados europeus, nos quais os critérios de imputação são mais precisos¹¹¹.

3 Interpretação e aplicação do artigo 20º, relativamente ao dever de comunicar participação qualificada e ao dever de lançar oferta pública de aquisição obrigatória

Este tem sido um tema bastante desenvolvido pela doutrina portuguesa. No início da vigência do Cód.VM, OSÓRIO DE CASTRO¹¹², defendia uma aplicação lata do regime de imputação de direitos de voto para que se obtivesse um quadro de transparência que permitisse reconhecer a realidade das sociedades de forma bastante abrangente. Ao contrário tem-se observado, atualmente, um movimento no sentido inverso que favorece a interpretação restritiva do referido artigo¹¹³.

¹¹⁰ Ferreira, Manuel Requicha, *“Opa concorrente”*, Direito dos Valores Mobiliários, volume X, Coimbra Editora, p. 231 a 235, 2011. O aludido autor não deixa de considerar que algumas das situações previstas no número 1 do artigo 20º não pressupõem uma relação tão estreita entre os sujeitos que pretendem ser oferentes de ofertas que visem a mesma sociedade que justifique a limitação. Contudo, reconhece dificuldades na atuação da CMVM quando confrontada com situações deste tipo, pois esta não pode deixar de imputar os direitos de voto, mas nem por isso deve interpretar o número 3 do artigo 185º de outra forma que não a restritiva.

¹¹¹ Baptista, Daniela Farto, *ob cit*, p. 176.

¹¹² Osório de Castro, Carlos, *“A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”*, n.º 7, p. 162 e ss., 2000.

¹¹³ Stokes, Miguel, *“Ensaio sobre os requisitos substantivos da OPA concorrente”*, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, 2013, p. 12.

Observa-se então uma evolução da teoria doutrinária que pretende refletir uma maior acomodação a cada norma jurídica das quais o artigo 20º é parte integrante, com a remissão para este de vários outros artigos, bem como pela circunstância deste constituir a previsão de normas jurídicas que estabelecem deveres aos quais os participantes numa sociedade aberta se podem ver sujeitos, nomeadamente, o dever de comunicação de participação qualificada e o dever de lançar oferta pública de aquisição.

Cada um destes deveres é parte integrante de diferentes regimes e, cada norma jurídica que lhes dá origem é também distinta, apesar da semelhança patente na previsão dos mesmos. Contudo, o facto da semelhança das normas jurídicas apenas advir da previsão coincidente, sendo as estatuições totalmente distintas, como anteriormente exposto, permite a interpretação divergente para cada um dos deveres. No momento em que se interpreta o artigo 20º interpretam-se normas jurídicas conexas mas autónomas, o que legitima as diferentes interpretações de um mesmo artigo. Mais uma vez sublinha-se que esta dificuldade resulta de uma opção legislativa de unificar as causas de imputação indireta de direitos de voto.

Esta opção cria dificuldades ao intérprete, principalmente relacionadas com as ofertas públicas de aquisição obrigatórias. Segundo JOÃO MATTAMOUROS RESENDE¹¹⁴, o legislador previu causas de imputação de direitos de voto que não se traduzem numa influência atual dos direitos de voto a imputar. Pelo que, não dispondo o participante de uma percentagem de direitos de voto que lhe está a ser imputada, o dever de lançar oferta pública de aquisição resultante dessa imputação poderá não ser pacífico, suscitando dúvidas sobre a eventual determinação do controlo material da sociedade, uma vez que só influenciando direitos de voto pode o

¹¹⁴ Resende, João Mattamouros, *“A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº. 26, p. 69, 2007.

participante controlar materialmente a sociedade. Essas dificuldades já não terão expressão no que concerne ao dever de comunicar participação qualificada.

VÍTOR NEVES¹¹⁵, por sua vez, elenca as principais dúvidas interpretativas geradas por este regime, desde a entrada em vigor do Cód.VM, designadamente: (i) existência de um regime unitário de imputação de direitos de voto, originário do regime da transparência, mas relevante para outras circunstâncias¹¹⁶; (ii) as alterações sucessivas do Cód.VM para o conformar com as evoluções legislativas europeias têm influenciado o instituto da imputação de direitos de voto; (iii) dificuldade de discernir aquilo que são indícios de demonstração de um requisito de imputação e o requisito em si mesmo; (iv) as evoluções que se observam no mercado, nomeadamente em relação aos instrumentos utilizados que vão sendo diversificados, para os quais tem que existir um enquadramento jurídico.

As indefinições reconhecidas pela doutrina, pelas dúvidas interpretativas suscitadas, têm consequências no bom desempenho do mercado de capitais. Exemplificando essas consequências, VÍTOR NEVES, apresenta a dúvida suscitada nos intervenientes no mercado, no momento em que decidem celebrar determinado negócio jurídico por não saberem se, por consequência da celebração do mesmo, alguns direitos de voto dos quais não são titulares nem passam a ser, lhes serão imputados, podendo caso a imputação se verifique serem sujeitos a deveres jurídicos bastante onerosos. Para contornar as incertezas suscitadas pelas dificuldades

¹¹⁵ Neves, Vítor, *“A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no código dos valores mobiliários”*, Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direitos da Universidade Nova de Lisboa, volume II, p. 507 e 508, Almedina, 2008.

¹¹⁶ Problema interpretativo já antes observado por diversos outros autores: Resende, João Mattamouros, *ob cit*, p. 62; Costa e Silva, Paula, *“A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”*, Jornadas das Sociedades abertas, valores mobiliários e intermediação financeira, 2007, p. 253; Soares da Silva, João, *“Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Códigos dos Valores Mobiliários”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, p. 47, 2007.

interpretativas verificadas no âmbito da imputação de direitos de voto, o mercado desenvolveu o mecanismo de aplicação dos critérios de acordo com a sua amplitude máxima, correspondendo esse mecanismo a uma *conformação quase acrítica*, baseada numa interpretação que o autor considera extensiva¹¹⁷. VÍTOR NEVES, que não concorda com esta aplicação do regime em análise, propõe então com o artigo que redigiu apresentar mais algumas questões que servirão de auxílio a uma interpretação que o autor considera mais benéfica.

É definido à partida que não concorda com a imputação de direitos de voto nos mesmos termos, para efeitos de constituição do dever de comunicar participação qualificada, e, para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição. Como tal, apresenta a contextualização casuística para discernir umas situações das outras, encontrando para cada situação a melhor solução, que corresponderá à opção de imputar ou não imputar os direitos de voto¹¹⁸.

O autor também refere que as regras comunitárias, nas quais tem origem o artigo em análise, não preveem a necessidade de se verificar uma efetiva influência dos direitos de voto, para que se constitua o dever de comunicar ao mercado a existência de participação qualificada, considerando-se para o efeito os direitos de voto suscetíveis de influência. Esta contingência teve que ser respeitada pelo legislador nacional, aquando da transposição da diretiva da transparência, pois caso contrário estaria o legislador nacional a violar os requisitos de harmonização mínima impostos pelo diploma comunitário. Contudo, deve-se entender que essa é uma exigência comunitária no âmbito do regime da transparência que pode não se aplicar no mais¹¹⁹.

¹¹⁷ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 508.

¹¹⁸ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 509.

¹¹⁹ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 515.

A grande questão à qual VÍTOR NEVES pretende responder é se o legislador nacional ao remeter para o artigo 20º, pretende remeter de forma uniforme ou se pretende, nas diversas remissões que faz, atender a requisitos diferentes¹²⁰.

Em suma, e no que ora é relevante, o autor defende que o legislador ao remeter para o artigo 20º não o faz de forma uniforme, uma vez que essas remissões correspondem a regimes bastante diferentes, que, conseqüentemente, estabelecem deveres bastante distintos, não sendo razoável considerar que um único artigo encerra em si a solução perfeita para tão diferentes problemas, afastando-se, conseqüentemente, a *interpretação e aplicação uniformes* [do número 1 do artigo 20º] *em todos os casos*¹²¹.

Apesar de todas as dificuldades interpretativas já verificadas e expostas que cabe ao intérprete ultrapassar, resultantes da unificação dos factos relevantes para imputação de direitos de voto, esta mesma unificação não é considerada, por JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, um problema sistemático de maior¹²².

3.1 A interpretação e aplicação do artigo 20º, relativamente ao dever de comunicar participação qualificada

O artigo 20º surgiu com a transposição da primeira diretiva comunitária da transparência¹²³, tendo acompanhado a evolução legislativa europeia que se foi verificando. Assim, tudo o que se encontra em estrita correspondência entre o ordenamento jurídico nacional e o direito da União Europeia respeita a matéria de transparência.

¹²⁰ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 518.

¹²¹ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 519 e 520. No mesmo sentido Resende, João Mattamouros, *ob cit*, p. 68.

¹²² Resende, Mattamouros João, *ob cit*, p. 67 a 69.

¹²³ Diretiva 88/627/CEE, entretanto, alterada e, mais tarde revogada pela atual diretiva da transparência (diretiva 2004/109/CE).

No direito europeu ambas as diretivas, da transparência e das ofertas públicas de aquisição, preveem a imputação indireta de direitos de voto, sendo que a diretiva da transparência apresenta, desde logo, alguns exemplos do que deve ser considerado para efeitos de tal imputação, deixando à consideração dos Estados membros o alargamento, nos ordenamentos jurídicos internos, dos exemplos adiantados pela diretiva¹²⁴. Já em relação à diretiva das ofertas públicas de aquisição o regime europeu estabelece como critério de imputação indireta de direitos de voto a atuação em concertação, um conceito indeterminado, que em nenhum momento é concretizado.

Foi opção do legislador português, no contexto de simplificação que se verificava no momento em que foi redigido o Cód.VM, concentrar no mesmo artigo as situações que devem levar à imputação indireta de direitos de voto, tanto para efeitos de transparência, como para efeitos de ofertas públicas de aquisição¹²⁵.

A imputação de direitos de voto vem, nas palavras de PEDRO PAIS DE VASCONCELOS auxiliar a determinar situações de domínio, nomeadamente quando a imputação de direitos de voto está relacionada com o alcance dos limiares de direitos de voto relevantes para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição¹²⁶.

Uma vez que os dois regimes prosseguem finalidades bem distintas, naturalmente com consequências distintas para aquele a que eles está sujeito, têm-se verificado dificuldades de interpretação e aplicação do

¹²⁴ Pelo facto da diretiva ter um cariz de harmonização mínima, nos termos do artigo 3º da diretiva.

¹²⁵ Não são apenas estes dois regimes que remetem para a imputação indireta de direitos de voto, contudo, são estes os relevantes para a reflexão em causa, podendo indicar, a título de exemplo, o regime das ofertas concorrentes que utiliza o número 1 do artigo 20º para determinar os sujeitos que devem ser considerados para excluir da possibilidade de lançamento de oferta pública concorrente, nos termos do número 3 do artigo 185º.

¹²⁶ Vasconcelos, Pedro Pais de, *ob cit*, p. 33.

número 1 do artigo 20º, especialmente em relação ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias. A diferença entre (i) o que está sujeito ao dever de comunicar participação qualificada, que eventualmente não será excessivamente oneroso, podendo apenas frustrar o desconhecimento do mercado relativamente a uma aquisição de controlo e (ii) o que se vê sujeito ao dever de lançar oferta pública de aquisição, que implica uma grande disponibilidade financeira, uma vez que se verá na contingência de ter que adquirir todas as ações da sociedade visada a um preço considerado equitativo, é significativa do prisma económico e financeiro. Pelo que, para um melhor funcionamento do mercado estes deveres apenas devem ser aplicados quando se verifique a sua constituição material.

OSÓRIO DE CASTRO¹²⁷ define a *ratio* do artigo 20º da seguinte forma: *imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável*. Esta definição tem sido aceite pela generalidade da doutrina que se dedica a este assunto, já relativamente à forma como o artigo deve ser interpretado, têm sido suscitadas dúvidas, isto é, ainda não é ponto assente se a interpretação do artigo deve ser literal, lata ou restrita.

O mesmo autor avança que uma interpretação mais lata do número 1 do artigo 20º servirá melhor os propósitos do regime da transparência, uma vez que sujeitará um maior número de situações à divulgação ao mercado, obviando assim à evasão dos sujeitos participantes em sociedades abertas ao dever de comunicar participação qualificada, bem como as causas a que a mesma se deve (título de imputação). Defendendo que quanto mais abrangente for o número 1 do artigo 20º do Cód.VM maior transparência se alcançará. O autor chega a esta conclusão não sem antes ponderar os valores envolvidos, por um lado, a possível exploração

¹²⁷ Osório de Castro, Carlos, “A imputação...”, p. 162.

de insuficiências legais e, por outro lado, a real existência do dever¹²⁸. Esta interpretação está em conformidade com o que é avançado no preâmbulo da diretiva da transparência, que esclarece que a mesma visa melhorar a proteção dos investidores, reforçar a confiança nos mercados de valores mobiliários e assegurar o correto funcionamento dos mesmos¹²⁹.

É ainda abordada a possibilidade do artigo poder ser aplicado por analogia. Esta possibilidade poder-se-ia ver gorada pela circunstância de o seu incumprimento ter como consequência a aplicação de sanção contraordenacional, sendo que a aplicação por analogia é contrária à essência do direito penal. Todavia, indica que apesar do incumprimento do dever ter consequências de cariz contraordenacional, não se deve ignorar que o mesmo se insere no direito do mercado de capitais que tem, em parte, natureza jurídico-privada. Assim, defende o autor que o artigo 20º pode ser aplicado por analogia, não devendo nesse caso ser aplicada qualquer sanção contraordenacional. Em suma, a aplicação analógica do artigo, apenas serve o propósito de exigir o cumprimento do dever não advindo do incumprimento qualquer sanção¹³⁰.

Não deve ser esquecida a circunstância dos artigos objeto desta reflexão resultarem, em parte, de transposição de diretivas europeias, uma vez que o ordenamento jurídico português já previa, em larga escala, as disposições que vieram a ser previstas pelas diretivas. Contudo, a interpretação das normas que compõem os regimes continuam a dever ser interpretadas em conformidade com as diretivas¹³¹.

¹²⁸ Osório de Castro, Carlos, “A imputação...”, p. 166.

¹²⁹ Osório de Castro, Carlos, “A imputação...”, p. 164.

¹³⁰ Osório de Castro, Carlos, “A imputação...”, p. 167.

¹³¹ Osório de Castro, Carlos, “A imputação...”, p. 165. O autor apenas faz referência ao regime da transparência, uma vez que na altura em que o texto foi redigido ainda não tinha sido aprovada a diretiva das ofertas públicas de aquisição, todavia a ideia da interpretação dos regimes do ordenamento interno dos Estados membros ter que ser conforme às diretivas europeias deve-se estender, atualmente, ao regime das ofertas públicas de aquisição.

Uma vez que a interpretação do artigo 20º tem consequências mais impactantes no que concerne às ofertas públicas de aquisição obrigatórias, muitos têm sido os autores que se ocupam da interpretação do mesmo para estes efeitos, limitando em grande medida as alíneas que devem ser aplicadas a esse regime. Todavia, esse será um assunto tratado mais adiante.

As regras de imputação de direitos de voto têm origem no regime da transparência, do qual é maior expressão o dever de comunicação de participação qualificada, pelo que, as mesmas foram originariamente pensadas para satisfazer as exigências associadas a este dever. Desta forma, relativamente ao dever de comunicar participação qualificada, não se vislumbram problemas de maior no que concerne à interpretação ou à aplicação das regras de imputação indireta de direitos de voto.

Como se pode observar pelas diretivas europeias que regulam os temas em análise, os deveres de comunicação, inseridos no regime da transparência aplicável às sociedades abertas, são a centelha que acende a temática da imputação indireta dos direitos de voto. É a diretiva da transparência¹³² que apresenta em primeira mão a noção de que não se deve contar apenas os direitos de voto detidos diretamente pelo participante, isto é, aqueles dos quais o participante é formalmente o titular, mas também os que o participante influencia ou pode potencialmente influenciar, independentemente do seu titular formal ser outro sujeito.

Na atual diretiva da transparência, nos termos do artigo 10º, encontram-se algumas pistas dos factos que os Estados membros deverão considerar para efeitos de imputação indireta de direitos de voto. Nesta senda, foi opção do legislador nacional, utilizando a prerrogativa concedida pela

¹³² Na sua primeira versão (Diretiva 88/627/CEE) que veio a ser revogada pela atual diretiva da transparência.

União Europeia aos Estados membros de apertarem os requisitos de transparência, prever a imputação de forma mais abrangente, relativamente ao regime europeu estabelecido, sendo inovadoras as seguintes imputações: (i) à sociedade os direitos detidos pelos membros dos órgãos de administração e de fiscalização¹³³; (ii) os votos relacionados com acordos entre titular e participante para aquisição de domínio da sociedade, frustrar a alteração de domínio ou que constituam instrumentos de exercício concertado de influência¹³⁴; (iii) em cadeia¹³⁵. O legislador nacional foi mais longe, relativamente a alguns factos apresentados na diretiva, optando por tratá-los de forma mais extensiva, designadamente: (i) em relação a acordos que prevejam a transferência de ações o legislador nacional optou por não aplicar apenas a imputação para acordos que prevejam uma transferência temporária de ações¹³⁶, mas sim para todos os acordos que visem uma possível transmissão das ações; (ii) em relação aos direitos de voto associados a valores mobiliários dados em garantia será apenas necessário que os direitos de voto sejam atribuídos ao garante, sem que este tenha que declarar a sua intenção de os exercer¹³⁷; (iii) o direito europeu limita a imputação em cadeia, para que esta se verifique é necessária a observação de dois factos, a existência de uma relação de domínio e imputação de direitos de voto por via das alíneas a) a d) do número 1 do artigo 10º, já o direito nacional não limita os títulos de imputação primária suscetíveis de gerar imputação em cadeia.

Para além destas alterações, que tornam o regime português mais exigente, também foi opção do legislador nacional impor o cumprimento dos deveres de comunicação de participação qualificada a todos os participantes, em alguma das situações consideradas relevantes pelas

¹³³ Cfr. alínea d) do número 1 do artigo 20º do Cód.VM.

¹³⁴ Cfr. alínea h) do número 1 do artigo 20º do Cód.VM.

¹³⁵ Cfr. alínea i) do número 1 do artigo 20º do Cód.VM.

¹³⁶ Alínea b) do número 1 do artigo 10º e alínea e) do número 1 do artigo 20º do Cód.VM.

¹³⁷ Alínea c) do número 1 do artigo 10º e alínea f) do número 1 do artigo 20º do Cód.VM.

alíneas do número 1 do artigo 20º. A diretiva da transparência delimita o dever de comunicar participações qualificadas aos participantes que tiverem a possibilidade de *adquirir, alienar ou exercer direitos de voto*, nos termos do proémio do artigo 10º. Segundo o direito nacional para que exista dever de comunicar participação qualificada, apenas é necessário que a determinado participante sejam imputados direitos de voto, que correspondam ao alcance de um dos limiares impostos pelo artigo 16º, não se permitindo qualquer juízo quanto à materialidade da influência dos direitos de voto imputados. Desta forma, cabe aos destinatários da informação discernir as participações qualificadas divulgadas ao mercado, que correspondam à influência dos destinos da sociedade visada, das divulgações de participações qualificadas, que correspondam à necessidade de cumprimento do dever, mas que não traduzam verdadeira influência dos direitos de voto. Tão pouco, assiste ao regulador a possibilidade de ajuizar sobre a materialidade da influência dos direitos de voto a imputar¹³⁸. Nos termos dos números 4 e 5 do artigo 20º, o participante, a quem tenham sido imputados direitos de voto por via da alínea h), tem a faculdade de vir demonstrar perante a CMVM que, apesar de existir um acordo relativo à transmissibilidade de ações representativas do capital social da sociedade participada, esse acordo não corresponde a um instrumento de exercício concertado de influência. Motivo pelo qual deve a CMVM afastar o dever de comunicar participação qualificada constituído nesses termos¹³⁹.

Verifica-se pois, uma ampla abrangência dos factos que determinam a imputação de direitos de voto pelo ordenamento jurídico português, comparativamente às previsões do ordenamento europeu.

¹³⁸ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 516.

¹³⁹ Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 516 a 518.

A opção do legislador nacional de estender os factos que determinam a imputação de direitos de voto é benéfica para o regime da transparência, pois desta forma afasta-se a possibilidade de os participantes se evadirem à lei. Atenta a previsão enunciada pelo artigo 20º, não se equaciona ser possível aos participantes encontrarem relações que determinem a influência de direitos de voto sem que essa influência corresponda a imputação dos mesmos e, eventualmente, ao dever de comunicar a existência de participação qualificada ao mercado.

3.2 A interpretação e aplicação do artigo 20º no âmbito do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias – posição doutrinária

A oferta pública de aquisição obrigatória surge como resposta a movimentações de concentração empresarial e, na conceção de alguns autores, os problemas aos quais se pretende com este instituto dar resposta são essencialmente dois: (i) repartição do prémio de controlo por todos os acionistas e (ii) atribuir um direito de saída aos acionistas minoritários, correspondente às condições daqueles outros que alienaram as suas participações sociais e que permitiram a construção de uma posição de domínio. Contudo, não se deve ignorar que nem sempre as ofertas públicas de aquisição obrigatórias estão associadas a movimentações de concentração empresarial, podendo surgir como resposta a uma transmissão de domínio no seio da sociedade aberta¹⁴⁰. A aquisição de controlo de uma sociedade aberta ao investimento do público pode ter como reflexo a criação de acionistas minoritários que, nessa circunstância, carecem de proteção. Disto resulta a sujeição ao dever de

¹⁴⁰ Falcão, João Paulo Menezes, *ob cit*, p. 182.

lançar oferta pública de aquisição àquele que adquire o controlo da sociedade¹⁴¹.

PAULA COSTA E SILVA define a imputação de direitos de voto como *elemento do tipo que determina a constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição*¹⁴². A mesma autora, no âmbito de um artigo no qual pretende refletir sobre a imputação de direitos de voto, apenas no âmbito das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, começa por propor uma reflexão sobre o seguinte tema: existe ou não existe coincidência nas circunstâncias que implicam imputação de direitos de voto para efeitos de constituição de deveres de informação e para efeitos de constituição de dever de lançar oferta pública de aquisição¹⁴³?

A *ratio* do instituto¹⁴⁴ em análise é, desde logo, um instrumento fundamental para que se encontre resposta para a dúvida suscitada. Esta é definida pelo legislador europeu que, no Considerando 9º da diretiva das ofertas públicas de aquisição, apresenta a modalidade obrigatória deste tipo de ofertas enquanto resposta à construção de uma posição de domínio no seio de uma sociedade aberta, desprotegendo, consequentemente, os acionistas minoritários.

Também PEDRO PAIS DE VASCONCELOS apresenta aquela que considera ser a *ratio* do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias e que corresponde à necessidade de assegurar a *exoneração dos sócios minoritários, mediante uma contrapartida justa*. Contudo, considera que a *ratio* não se esgota na proteção dos sócios minoritários tendo também uma componente de proteção do mercado, na medida em que para que se

¹⁴¹ Ferreira, Juliano, “Atuação em concertação entre acionistas – O modelo português de supervisão”, Direito das Sociedades em Revista, volume 12, outubro de 2014, Edições Almedina, S.A., p.198.

¹⁴² Costa e Silva, Paula, “A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”, Direito dos Valores Mobiliários, Volume VII, 2007, Coimbra Edições, p. 404.

¹⁴³ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 405.

¹⁴⁴ Ofertas públicas de aquisição obrigatórias.

constitua o dever de lançar oferta pública de aquisição terá que ter sido construída uma posição de domínio que altera a liquidez do mercado, tornando-o menos atrativo. A estas duas perspetivas o autor dá o nome de *proteção (objetiva) do mercado e defesa (subjativa) do acionista investidor*. Conclui então o referido autor que o dever de lançar oferta pública de aquisição deve ser considerado como tendo uma *dupla funcionalidade*¹⁴⁵. Todas estas considerações quanto à *ratio* do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias são importantes para determinar a que funcionalidade deve corresponder a imputação de direitos de voto neste âmbito, uma vez que o dever de lançar oferta surge da conjugação de duas parcelas de normas, que unidas formam uma norma jurídica completa.

Por outro lado, a autora explícita de onde surge a necessidade de se proceder à imputação de direitos de voto formalmente detidos por um acionista a outro sujeito, apresentando essa necessidade como forma de se descortinar o *controlo real*, que deve prevalecer sobre o controlo formal. É relevante neste aspeto aquele que tem *legitimidade para o respetivo exercício* [dos direitos de voto] *de modo discricionário*, sujeito que pode ser distinto do titular formal dos direitos. É ainda apresentada uma outra realidade em matéria de exercício de direitos de voto, que corresponde ao *exercício condicionado*, ou seja, aquele que está legitimado a exercer o direito de voto não o exerce de forma discricionária devendo sujeitar o exercício dos mesmos a indicações recebidas de terceiro¹⁴⁶. Todas estas considerações concorrem para que se descortine qual o sujeito que realmente controla a sociedade.

¹⁴⁵ Vasconcelos, Pedro Pais de, *ob cit*, p. 20 a 22. O mesmo autor discorda ainda da consideração de que o dever de lançar oferta pública de aquisição tenha como objetivo a tutela da igualdade dos acionistas bem como a distribuição do prémio de controlo pelos acionistas, uma vez que os acionistas que decidam alienar as suas participações na sociedade nos seis meses anteriores à tomada do domínio não são por estas abrangidos.

¹⁴⁶ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 407.

Conclui a referida autora delimitando os direitos de voto que devem ser imputados, para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, a *todos os votos que ele* [o participante] **efetivamente controlar**¹⁴⁷. A conclusão de PAULA COSTA E SILVA compreende, em si, uma limitação interpretativa da funcionalidade atribuída ao artigo 20º por OSÓRIO DE CASTRO e geralmente aceite pela doutrina, que corresponde à imputação de direitos de voto que o participante influencie ou que sejam **suscetíveis de serem por ele influenciáveis**¹⁴⁸. Para justificar tal limitação a autora apresenta o argumento que se forem imputados os direitos de voto influenciáveis pelo participante, mas não influenciados, está o ordenamento jurídico a constituir um dever para o qual não se observa o preenchimento do requisito que leva à constituição do mesmo, ou seja, o domínio da sociedade, uma vez que os direitos de voto que lhe são imputados não são na totalidade influenciados¹⁴⁹.

Ainda no âmbito do poder de influenciar os direitos de voto, HUGO MOREDO DOS SANTOS¹⁵⁰ apresenta *três níveis de intensidade* quanto à influência de direitos de voto, designadamente: (i) máximo, que corresponde à discricionariedade, ou seja, não se descortina qualquer tipo de intermediação no exercício dos direitos de voto; (ii) médio, que corresponde a uma influência efetiva dos direitos de voto, ou seja, os direitos são exercidos pelo titular formal, mas o participante tem possibilidade de definir o sentido em que estes serão exercidos; (iii) fraco, que corresponde a uma potencial ou futura influência, ou seja, no momento em que os direitos são exercidos pelo titular o participante não os influenciou. Expostas estas considerações, fica a questão se todos estes níveis de intensidade de influência devem ou não concorrer para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição. Conclui o

¹⁴⁷ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 408.

¹⁴⁸ Osório de Castro, Carlos, “A imputação...”, p. 167.

¹⁴⁹ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 413.

¹⁵⁰ Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 383 e 384.

autor, que as situações em que se descortina um nível de intensidade de influência de direitos de voto máximo, devem relevar, tanto para efeitos de constituição de dever de comunicar participações qualificadas, como para efeitos de constituição de dever de lançar oferta pública de aquisição, não merecendo os outros níveis de intensidade a mesma resposta¹⁵¹.

O mesmo autor assume mais adiante que a imputação de direitos de voto para alcançar a prestação de informação devida ao mercado, por parte de um participante, pode ser mais ampla do que a imputação de direitos de voto para o efeito de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição¹⁵². Concluindo, à semelhança de PAULA COSTA E SILVA, que a imputação dos direitos de voto potencialmente influenciáveis deve ser rejeitada, para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição¹⁵³.

Já DANIELA FARTO BAPTISTA não parece distinguir a intensidade de conexão entre participante e direitos de voto para que exista imputação para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, uma vez que considera bastar a observação dos seguintes pressupostos para que o dever se constitua: (i) a sociedade visada ter a natureza de sociedade aberta e (ii) detenção/imputação de uma participação superior a determinado limiar¹⁵⁴.

No mesmo sentido, VÍTOR NEVES¹⁵⁵ defende que a *seleção final dos direitos de voto potencialmente relevantes não pode prescindir da*

¹⁵¹ Em relação aos direitos de voto que são influenciados na sua intensidade máxima o autor não exclui a hipótese desses direitos de voto serem *re-imputados*, apresentando para tal a situação em que se constitui um penhor, no âmbito da qual são atribuídos os direitos de voto ao credor pignoratício, devendo este exercê-los segundo instruções recebidas de terceiro. Definição de *re-imputação* apresentada por Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 392.

¹⁵² Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 495.

¹⁵³ Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 502.

¹⁵⁴ Baptista, Daniela Farto, *ob cit*, p. 160.

¹⁵⁵ Neves, Vítor, “*Delimitação dos Votos Relevantes para Efeitos de Constituição e de Exigibilidade do Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*”, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume I, p. 713, 2011, Editora Almedina S.A..

consideração concretizadora dos fins especificamente prosseguidos. A sua posição quanto à interpretação do artigo 20º para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, assume um carácter restritivo, pois só assim se podem considerar respeitados os fins especificamente prosseguidos.

PAULA COSTA E SILVA¹⁵⁶ apresenta ainda uma outra ideia interessante, que se prende com a possibilidade de nem todos os direitos, para os quais existe titularidade, serem considerados para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, devendo estes serem considerados apenas quando exista poder discricionário para os exercer. Ou seja, tal como deve existir uma ponderação relativamente aos direitos de voto a imputar sem que exista titularidade, a mesma deve-se aplicar aos direitos de voto para os quais se verifica a existência de titularidade e que podem ou não ser exercidos discricionariamente pelo seu titular.

A mesma autora aborda ainda o tema da (des)necessidade de existir uma real participação na sociedade para que um participante se possa encontrar na contingência de se ver sujeito ao dever de lançar oferta pública de aquisição. Isto porque, a lei quando prevê este dever não utiliza a expressão *acionista*, optando por se referir a *alguém*. Tal acontece porque, mesmo não sendo acionista, pode o participante dominar uma percentagem de direitos de voto que justifique o alcance de algum dos limiares definidos pelo número 1 do artigo 187º, ficando assim sujeito ao dever de lançar oferta pública de aquisição, mesmo não sendo acionista¹⁵⁷.

O princípio da liberdade de estipulação, quanto à conceção de negócios jurídicos, dificulta bastante a atividade do legislador neste assunto¹⁵⁸. Não

¹⁵⁶ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 414.

¹⁵⁷ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 414.

¹⁵⁸ Tal abrangência de negócios jurídicos que podem ser concebidos pelas partes cria depois dificuldades ao intérprete que não terá possibilidade de realizar uma avaliação exaustiva da

é possível a este prever todos os instrumentos que possam vir a ser utilizados, por acionistas e participantes, para conceção de relações que impliquem a influência ou suscetibilidade de influência de direitos de voto. O legislador vê-se assim obrigado à criação de normas suficientemente amplas e tendentes a cobrir todas as relações que venham a ser, eventualmente, por aquelas concebidas.

Tal como conclui PAULA COSTA E SILVA, a interpretação literal do artigo 20º manda imputar direitos de voto a um sujeito, independentemente do mesmo os influenciar, bastando, como defendido por OSÓRIO DE CASTRO, que exista uma suscetibilidade de influência. Contudo, a mesma autora questiona se, tendo em conta o direito nacional e o direito europeu, o dever de lançar oferta pública de aquisição deve nascer de uma situação em que existiu imputação de direitos de voto não influenciados, mas influenciáveis, e que, conseqüentemente, pode suscitar a sujeição ao dever de lançar oferta pública de aquisição sem que exista efetivo domínio da sociedade. Ou seja, deve-se aplicar o artigo 20º de uma forma lata, quando relacionado com o dever de lançar oferta pública de aquisição, considerando-se assim os direitos de voto pelo participante influenciáveis? Concluindo que, dada a natureza jurídica das situações que implicam a imputação de direitos de voto serem consideradas como ficções, o resultado de imputação não pode ser evitado mesmo que não seja coincidente com os propósitos do regime a que está a ser aplicado. Assim, afasta qualquer tipo de avaliação casuística da imputação de direitos de voto, contudo, admitindo que o intérprete não tem que aceitar soluções de imputação que não correspondam ao efetivo domínio dos direitos de voto para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição,

imputação dos direitos de voto, uma vez que não lhe será possível para o intérprete imaginar todos os tipos contratuais que poderão vir a ser utilizados pelo acionista e pelo participante para estipularem situações que, tendo como objeto ações ou outros valores mobiliários, que confirmem direitos de voto, poderão implicar a imputação de direitos de voto. Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 415.

defendendo uma interpretação do artigo 20º conforme ao contexto, que implica uma efetiva influência dos direitos de voto e não apenas uma suscetibilidade de os influenciar¹⁵⁹.

De referir ainda a chamada de atenção feita pela autora relativamente ao que era regulado pelo legislador originário e que foi ultrapassado pelos ordenamentos jurídicos nacionais dos Estados membros, que optaram pela aplicação das regras de imputação, pensadas para o regime da transparência, ao regime das ofertas públicas de aquisição. Alguns ordenamentos jurídicos permitem que o intérprete, ao aplicar as regras de imputação de direitos de voto, chegue a conclusões distintas conforme o regime a que as mesmas são aplicadas¹⁶⁰.

VÍTOR NEVES também desenvolveu estudos¹⁶¹ significativos no que concerne à imputação de direitos de voto, na sua generalidade, bem como relativamente à imputação de direitos de voto para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição¹⁶². Este autor estabelece duas funções distintas que podem ser atribuídas ao artigo 20º do Cód.VM, sendo elas: (i) limiar mínimo de imputação de direitos de voto, que corresponde a cada uma das alíneas do número 1 do artigo 20º, que pretende delimitar situações em que se considera existir influência efetiva ou potencial dos direitos de voto, desencadeando o dever de revelar participações qualificadas em sociedades abertas¹⁶³; (ii) função secundária que corresponde aos objetivos prosseguidos pelos restantes artigos que remetem para o artigo 20º, para os quais o autor defende diferentes interpretações do número 1 do artigo 20º que sejam conformes aos objetivos prosseguidos por essas disposições, não bastando para

¹⁵⁹ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 438.

¹⁶⁰ Costa e Silva, Paula, *ob cit*, p. 440.

¹⁶¹ Estudo referido *supra*.

¹⁶² Neves, Vítor, “*Delimitação...*”.

¹⁶³ Neves, Vítor, “*A natureza...*”, p. 513 e ss. e Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 712.

esse efeito o preenchimento dos requisitos enunciados pelas diversas alíneas para que deva existir imputação de direitos de voto¹⁶⁴.

O autor considera que sempre que o número 1 do artigo 20º seja utilizado para além do regime da transparência, este deve ser considerado como *vias **abstratamente possíveis** para que [...] se possam considerar verificadas situações de influência com a intensidade concretamente considerada relevante para efeitos de cada uma daquelas mesmas normas*¹⁶⁵.

Para traçar um caminho de diferenciação da interpretação do número 1 do artigo 20º, que deve ser respeitada, consoante o regime a que este se aplique, e, tendo em consideração o regime das ofertas públicas de aquisição e o artigo 187º, o intérprete deve considerar que aquele artigo não define apenas pressupostos quantitativos¹⁶⁶, mas também pressupostos qualitativos para que se constitua o dever de lançar oferta pública de aquisição.

Ao apresentar o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias o autor refere a possibilidade de o participante demonstrar que detendo, ou sendo-lhe imputáveis, um terço dos direitos de voto de uma sociedade aberta, o participante não adquiriu domínio sobre a sociedade, apresentando, para isso, três possibilidades que podem ser concebidas: (i) demonstrar que existe outro acionista ou grupo de acionistas, que atuam em concertação, influenciando uma maior percentagem de direitos de voto; (ii) demonstrar que nenhum acionista domina a sociedade; (iii) demonstrar que o cômputo de direitos de voto que lhe são imputados não deve chegar ao limiar de um terço dos direitos de voto, por não existir *uma*

¹⁶⁴ Relativamente ao regime da aquisição e alienação potestativa Neves, Vítor, “A natureza...”, p. 518 e ss., relativamente ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias Neves, Vítor, “Delimitação...”.

¹⁶⁵ Neves, Vítor, “Delimitação...”, p. 713.

¹⁶⁶ Pressupostos quantitativos são os limiares relevantes de direitos de voto, detidos ou imputados, definidos literalmente pelo legislador no número 1 do artigo 187º do Cód.VM.

*intensidade mínima de conexão entre o participante e os direitos de voto que lhe são imputados*¹⁶⁷. Relativamente às duas primeiras possibilidades apresentadas o afastamento do dever de lançar oferta pública de aquisição está relacionado com a estrutura acionista da sociedade visada e essas são aceites e conformes à letra do número 2 do artigo 187º. A última possibilidade não é considerada válida por VÍTOR NEVES, o que pode ser defendido por um dos seguintes fundamentos: (i) fere o princípio constitucional da igualdade, na medida em que apenas permite que o participante que ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto utilize esse expediente para afastar o dever, não sendo o mesmo válido para o participante que ultrapasse o limiar de metade dos direitos de voto, a quem é vedada a possibilidade de demonstrar que a imputação de direitos de voto de que está a ser objeto não deveria proceder, nas duas situações pode-se verificar a imputação de direitos de voto sem que, contudo, se verifique a intensidade necessária para o efeito¹⁶⁸; (ii) a consideração de que as alíneas do número 1 do artigo 20º têm a natureza jurídica de ficções tem como consequência o afastamento da possibilidade de fazer prova de que a imputação de direitos de voto deve ser afastada, do que resulta a impossibilidade de se verificar qualquer refutação ao juízo que implica a imputação de direitos de voto¹⁶⁹.

Nem toda a doutrina concorda com a impossibilidade de o participante, que alcance o limiar de um terço dos direitos de voto, fazer prova de que a imputação dos mesmos deve ser afastada. Exemplo disso é CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, que considera ser admissível que os participantes

¹⁶⁷ De referir que ao permitir-se que o participante afaste a imputação de direitos de voto está-se a admitir que o número 1 do artigo 20º tem a natureza de presunções, ideia com a qual não se concorda, tal como exposto *supra*.

¹⁶⁸ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 721.

¹⁶⁹ Câmara, Paulo. *Ob cit*, p. 522.

que se encontrem nesta situação demonstrem que determinada percentagem de direitos de voto não se lhes deve ser imputada¹⁷⁰.

Pelo *supra* exposto, conclui VÍTOR NEVES, que o intérprete deve evitar permissões que se traduzam em iniquidades legais. Desta forma deve ser afastada a possibilidade de qualquer participante, independentemente do limiar de direitos de voto ultrapassado, demonstrar que não existe intensidade justificativa para imputação¹⁷¹.

No entanto, não se devem confundir as duas situações, que apenas parte da doutrina considera estarem previstas no número 2 do artigo 187º: (i) este número permite que o participante demonstre que não domina a sociedade visada, recorrendo para tal a questões relacionadas com a estrutura societária; ou (ii) permite esta disposição legal, que o participante demonstre que determinados direitos de voto não lhe devem ser imputados dada a fraca intensidade de conexão observada entre o mesmo e os direitos de voto a serem imputados? A interpretação literal do número 2 do artigo 187º poderia legitimar a segunda possibilidade, uma vez que apenas é referido o eventual afastamento do dever perante a CMVM, não impondo limites quanto à prova que para tal pode ser feita. Contudo, tendo em consideração aquilo que se defenderá *infra*, tratando-se o número 1 do artigo 20º do Cód.VM de ficções legais, não é de considerar a segunda possibilidade, nem para o participante que ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto, nem para o participante que ultrapasse o limiar de metade dos direitos de voto. Não se vislumbra, por isso, qualquer iniquidade que deva ser corrigida pelo intérprete, solução também defendida por VÍTOR NEVES¹⁷².

¹⁷⁰ Ferreira de Almeida, Carlos, “OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, Instituto dos Valores Mobiliários, 2013, p. 12.

¹⁷¹ Neves, Vítor, “Delimitação...”, p. 721.

¹⁷² Neves, Vítor, “Delimitação...”, p. 721. Apesar de o autor fundamentar a sua posição quanto à referida impossibilidade pela circunstância de o intérprete ao aceitar que o participante que ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto faça prova contrária da imputação de direitos

Conclui-se então que, o número 2 do artigo 187º estabelece duas presunções legais quanto ao domínio de sociedade aberta: (i) presunção relativa de que o participante que detém, ou lhe são imputados, um terço dos direitos de voto da sociedade domina a mesma; (ii) presunção absoluta de domínio da sociedade visada, relativamente ao participante que ultrapasse metade dos direitos de voto¹⁷³.

O que defende VÍTOR NEVES¹⁷⁴, abaixo exposto, prende-se com a consideração de pressupostos qualitativos para a constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição¹⁷⁵. A questão dos pressupostos qualitativos a serem considerados para constituição do referido dever não se encontra expressa na letra da lei. Consequentemente, VÍTOR NEVES defende que deve ser o intérprete a discernir os direitos que devem ser imputados para efeitos de constituição de ambos os deveres em análise, daqueles outros direitos, que devendo ser imputados para constituição do dever de comunicar participação qualificada, já não devem ser considerados para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição¹⁷⁶.

Para tal juízo ser feito pelo intérprete, apresenta o autor a base que a ele deve estar subjacente e que já foi anteriormente abordada, relacionada com a *intensidade mínima de conexão entre o participante e os direitos de voto que estão a ser objeto de juízo de imputabilidade*.

de voto e ao não admitir essa possibilidade para o participante que ultrapasse o limiar de metade dos direitos de voto está a criar uma inconstitucionalidade por desrespeito do princípio da igualdade. O que não corresponde á defesa dessa impossibilidade pela circunstância a imputação de direitos de voto se proceder por via de ficções.

¹⁷³ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 723. No mesmo sentido Ferreira, Juliano, “*Exceções...*”, p. 200 e 201.

¹⁷⁴ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 723 e ss..

¹⁷⁵ Regula o número 2 do artigo 187º que o participante afaste o dever de lançar oferta pública de aquisição depois de este se ter constituído na sua esfera. Vítor Neves pretende demonstrar a necessidade de consideração de determinados pressupostos qualitativos que obstem á constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, como será *infra* exposto.

¹⁷⁶ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 724.

Este conceito de *intensidade de conexão* é densificado pelo próprio autor através de diversos elementos apresentados¹⁷⁷. O primeiro elemento apresentado é o conceito de domínio. Para analisar este conceito deve ser tido em conta o que o próprio diploma define como relação de domínio, nos termos do número 1 do artigo 21º. O número 2 do artigo 21º, apesar de não esgotar aquilo que se deve considerar como influência dominante, não sendo taxativo, mas sim exemplificativo, dá pistas sobre o que se deve considerar como integrante do conceito de influência dominante. Este número apenas clarifica as situações suscetíveis de maior controvérsia¹⁷⁸.

O autor trata duas perspetivas segundo as quais deve a influência em determinada sociedade ser medida: (i) influência que cada participante exerce sobre cada direito de voto, com o qual tenha uma conexão de entre as estabelecidas no número 1 do artigo 20º, raciocínio tendente a uma análise bastante individualizada, cada participante relativamente a cada direito de voto ou conjunto de direitos de voto objeto de um mesmo feixe relacional entre participante e titular; (ii) influência que o participante assume no seio da sociedade visada, mormente a percentagem de direitos de voto que o participante influencia, esta influência deve ter em conta outras possíveis participações qualificadas, associada à *vontade colegial da sociedade*. A lei ao definir o que se deve considerar como influência dominante apenas se reconduz à segunda perspetiva anteriormente exposta, ignorando a primeira, todavia, o autor considera as duas complementares¹⁷⁹.

VÍTOR NEVES considera, no entanto, que a lei quando define os limiares mínimos que conduzem à constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, tem em consideração a análise individual que deve ser feita

¹⁷⁷ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 730 e ss..

¹⁷⁸ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 731.

¹⁷⁹ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 731 e 732.

relativamente à conexão existente entre os direitos de voto e o participante.

Para determinar e delimitar os direitos de voto que devem ser imputados para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, o autor parte do que a lei define como relação de domínio, fazendo uma análise cuidada de cada uma das alíneas do número 2 do artigo 21º.

A alínea a) do número 2 do artigo 21º impõe que se considerem os direitos de voto de que o participante dispõe, definindo para o efeito que disponibilidade de direitos de voto corresponde ao seu exercício de forma unilateral.

A alínea b) do aludido número impõe a consideração dos direitos de voto objeto de acordo parassocial, através do qual o participante possa exercê-los¹⁸⁰. A existência de acordo parassocial pressupõe que ambas as partes atuem na qualidade de acionistas, vedando a intervenção de terceiros para o efeito. Acresce que o acordo deve ter como objeto o exercício dos direitos de voto e não qualquer processo prévio ao exercício do direito de voto, tendo pois que se verificar um efetivo condicionamento¹⁸¹ destes.

A alínea c) do número 2 do artigo 21º determina a existência de influência dominante, sempre que um participante detenha a possibilidade de

¹⁸⁰ A existência de condicionamento de direitos de voto por via de acordo parassocial celebrado entre dois acionistas não se trata apenas de se conferir poder a um dos acionistas de impor decisões, basta que se permita que exista direito de veto de votar neste ou naquele sentido para que os direitos de voto possam e devam ser considerados para cômputo de existência de influência dominante na sociedade, para efeitos de imputação de direitos de voto nos termos do artigo 20º. Já relativamente à consideração de existência de influência dominante tem que existir um efetivo exercício dos direitos de voto objeto do acordo não sendo bastante um controlo negativo destes. Assim o autor apresenta duas situações em que os direitos de voto objeto de acordo parassocial seriam considerados para determinar a existência de influência dominante, sendo estas: (i) os votos a exercer pelo titular em Assembleia Geral podem ser determinados em exclusivo pelo participante; (ii) não existindo poder de exclusividade quanto à determinação do exercício dos direitos de voto existem mecanismos contratuais que permitem o alcance de um sentido de voto comum às partes no acordo. Neves, Vítor, *“Delimitação...”*, p. 735 e 736.

nomear ou destituir a maioria dos membros dos órgãos de administração ou fiscalização da sociedade, mesmo que sozinho o participante não tenha a capacidade de condicionar as soluções alcançadas em Assembleia Geral. Esta opção legislativa corresponde a uma correta apreensão da realidade, uma vez que são estes órgãos que determinam os destinos da sociedade¹⁸², tendo, por isso, poderes mais relevantes do que a Assembleia Geral, que apenas é chamada a intervir na tomada de decisões nos casos em que a lei ou o contrato da sociedade assim o determine. Não deixando de se reconhecer que depois de nomeados os titulares do órgão de administração estes devem agir de forma independente, relativamente a todo e qualquer acionista, também não se ignora a influência que um acionista ou participante pode exercer numa sociedade podendo, por exemplo, destituir um administrador que esteja a tomar decisões com as quais esse acionista não concorda, conseqüentemente, destituindo este e nomeando outro administrador que melhor lhe convenha¹⁸³.

Relativamente ao poder de nomear ou destituir a maioria dos membros dos órgãos de fiscalização a sua influência pode parecer, à primeira vista, menos evidente, contudo este órgão tem o poder de fiscalizar a política prosseguida pelos membros dos órgãos de administração, podendo em algumas circunstâncias intervir na tomada de decisão por parte do conselho de administração¹⁸⁴. Pelo que, o poder dos membros dos órgãos de fiscalização é tão ou mais abrangente quanto o poder dos membros do órgão de administração¹⁸⁵.

¹⁸² Cfr. número 1 do artigo 405º do Cód.SC.

¹⁸³ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 739 e 740.

¹⁸⁴ É exemplo dos poderes do conselho fiscal o parecer favorável deste órgão no caso de negócios a celebrar entre a sociedade e administrador, nos termos do número 2 do artigo 397º do Cód.SC.

¹⁸⁵ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 740.

O autor, fazendo esta interpretação restritiva das alíneas do número 2 do artigo 21º, acaba por reduzir também o âmbito de aplicação das alíneas do número 1 do artigo 20º, por considerar que as mesmas não concorrem para a determinação do que se considera influência dominante numa sociedade aberta. É apresentada uma solução bastante radical quanto às alíneas a atender para efeitos de constituição de dever de lançar oferta pública de aquisição, considerando para o efeito o autor apenas as alíneas a), b) e c), por entender que apenas estas são suscetíveis de configurar situações em que a imputação de direitos de voto importe a constituição de uma posição de domínio. Todas as outras alíneas, para o autor, não constituem conexão bastante entre o participante e os direitos de voto para que se consubstanciem posições de domínio¹⁸⁶.

Esta solução relaciona-se também com o seguinte raciocínio de VÍTOR NEVES: as alíneas do número 1 do artigo 20º constituem uma escala decrescente de intensidade de conexão ou influência exercida pelo participante relativamente aos direitos de voto, sendo necessário encontrar-se um *suplemento de influência*, relativamente aos direitos de voto a considerar para constituição de dever de lançar oferta pública de aquisição. Não se pode deixar de concordar com o autor, relativamente às situações de imputação que, pelo seu conteúdo, implicam uma influência futura dos direitos de voto. Estes apenas devem ser objeto de análise de imputabilidade no momento em que a influência efetivamente se verificar¹⁸⁷.

A questão para a qual se procura resposta é a de entender como se afere a influência que um participante detém sobre a sociedade aberta, na qual detém participação social ou lhe são imputados direitos de voto. Esta influência verifica-se, essencialmente, no peso dos direitos de voto detidos

¹⁸⁶ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 737.

¹⁸⁷ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 737 e 738.

ou influenciados pelo participante na tomada de decisões, em sede de Assembleia Geral de acionistas. Em relação às posições que permitam vetar decisões, para as quais se tenha que verificar o voto favorável de maioria de dois terços, devem as mesmas ser consideradas como passíveis de constituir dever de lançar oferta pública de aquisição, sendo ónus do participante demonstrar perante a CMVM que essa posição não corresponde ao domínio da sociedade.

Ainda relativamente à conjugação entre as alíneas do número 2 do artigo 21º, que constituem exemplos concretos e incontestáveis de tipificação do que deve ser considerado como relevante para construção de posição de influência dominante, bem como a cláusula geral apresentada pelo número 1 do mesmo artigo, mereceu a atenção do autor a reflexão sobre o efeito da interpretação restritiva do número 1 e, eventual eliminação da consideração da cláusula geral desse número para concluir pela existência de influência dominante, por se entender que apenas estas alíneas constituem conexão bastante, entre o participante e os direitos de voto, para que estes possam ser considerados para os efeitos em causa. Todavia, o autor acaba por concluir que, apesar de no seu entender a influência numa sociedade apenas poder ser adquirida através de um domínio dos membros dos órgãos de administração e fiscalização¹⁸⁸, as alíneas do número 2 devem ser consideradas como meros exemplos daquilo que, seguramente, constitui forma bastante para se considerar existir influência sobre a sociedade visada. A função destas alíneas, nas palavras do autor, *é tornar indiscutíveis situações que, em variadas circunstâncias, poderiam ser discutidas*¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Cfr. número 3 artigo 373º do Cód.SC. Esta disposição para além de atribuir em primeira mão a gestão da sociedade ao órgão de administração limita bastante o poder de ação dos acionistas, uma vez que os últimos não têm possibilidade de dar instruções aos membros do órgão competente. Assim, apenas se nomearem algum administrador que seja da sua confiança têm possibilidade de influenciar os destinos da sociedade.

¹⁸⁹ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 741 e 742.

Relativamente aos votos que devem ser imputados para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, defende o autor que apenas devem ser objeto de imputação os direitos de voto que impliquem uma real situação de domínio da sociedade. Essa realidade deve ser aferida através da intensidade de controlo do participante em relação aos direitos de voto, que pode ser medida através de dois conceitos: (i) fonte de imputação e (ii) âmbito das matérias que o controlo possa influenciar¹⁹⁰. Assim defende o autor que, o mero preenchimento de alguma das alíneas do número 1 do artigo 20º, que contribua para o alcance dos limiares relevantes, não é bastante para que se constitua na esfera jurídica do participante o dever de lançar oferta pública de aquisição. Para que se constitua tal dever será necessária a observância de determinados pressupostos qualificativos, pressupostos esses que permitem afirmar que o feixe relacional entre o participante e os direitos de voto é intenso o suficiente, para que através do controlo dos últimos o primeiro possa adquirir o domínio da sociedade visada.

Para melhor ilustrar a sua posição quanto à melhor interpretação, a restritiva, do número 1 do artigo 20º o autor expressamente enumera as desvantagens de outro tipo de interpretação, como a extensiva, declarativa ou literal deste preceito do Cód.VM que se refletiriam na esfera dos acionistas minoritários, sendo estes os sujeitos que se pretende proteger com a constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição. Ao serem consideradas situações de imputação de direitos de voto que não impliquem uma influência presente destes, mas apenas uma eventual influência futura, não se está a proteger os acionistas minoritários. Estes veem-se na contingência de terem que aceitar sair da sociedade, num

¹⁹⁰ Poder-se-á afirmar que a matéria que maior influência atribuiu ao participante que controla os direitos de voto, que possibilitam com menor grau de dúvida a imputação de direitos de voto para constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição é a nomeação e destituição dos membros do conselho de administração e fiscalização, por tudo o que já foi exposto anteriormente.

momento em que ainda não existiu uma alteração do controlo, pelo que, ainda não foi pago o prémio de controlo e o preço a pagar pelo oferente aos acionistas minoritários não refletirá, em princípio, esse mesmo prémio. Este prémio apenas será pago mais tarde em relação ao momento em que o dever de lançar oferta pública de aquisição se constitui e se torna exigível.

Atento o exposto poder-se-á ainda retirar outro efeito nefasto para os acionistas minoritários, correspondendo este ao impedimento de se constituir novamente um dever de lançar oferta pública de aquisição no momento em que o controlo for efetivamente alterado¹⁹¹.

Na verdade, a interpretação literal ou extensiva do número 1 do artigo 20º acarreta sempre importantes e negativas consequências para todos os intervenientes que atuam no mercado de capitais. Esta interpretação pode inclusivamente retrair algumas transações, na medida em que tais transações possam vir a ser causa de imputação de direitos de voto, podendo isso implicar a constituição de deveres, em relação aos quais os participantes não têm capacidade de cumprimento. De tal forma, que a imputação de direitos de voto poderá constituir limitação de direitos fundamentais tais como direito de propriedade¹⁹² e liberdade de iniciativa económica¹⁹³, plasmados na Constituição da República Portuguesa¹⁹⁴, cuja limitação obedece a algumas regras imperativas, às quais a interpretação deste preceito tem que obedecer. Qualquer restrição destes direitos é balizada pela noção de interesse geral, isto é, a restrição de direitos constitucionais deve ter como pressuposto material o

¹⁹¹ Todas as considerações sobre os efeitos nocivos da interpretação literal do artigo 20º em Vítor, Neves, *“Delimitação...”*, p. 743 a 746.

¹⁹² Nos termos do artigo 62º da CRP.

¹⁹³ Nos termos do número 1 do artigo 61º da CRP.

¹⁹⁴ Daqui em diante CRP.

prosseguimento de um interesse geral¹⁹⁵¹⁹⁶. Os interesses ou direitos que se encontram em conflito são: (i) os interesses dos acionistas minoritários, que estando numa posição de desvantagem relativamente a um acionista que controle a sociedade carecem de proteção legal, e o funcionamento do mercado e (ii) o direito de propriedade e a liberdade de iniciativa económica, associado à detenção de ações ou outros valores mobiliários e à liberdade de anexar tais valores mobiliários a negócios jurídicos que o titular entenda realizar. Ora, se o dever de lançar oferta pública de aquisição não corresponder a uma proteção dos acionistas minoritários, por não se ter verificado uma alteração no controlo da sociedade visada, não existe interesse geral que justifique a restrição dos direitos fundamentais. Tal situação corresponde ao desrespeito do *princípio da proporcionalidade* por se estar a restringir direitos fundamentais sem que essa restrição seja *adequada, necessária e proporcional*.

A mesma questão já tinha anteriormente surgido com o instituto da aquisição tendente ao domínio total, definida no artigo 490º do Cód.SC.. Esta questão foi suscitada em 1997, por um acórdão do Supremo Tribunal de Justiça¹⁹⁷, que considerou inconstitucional a possibilidade de um sócio maioritário adquirir potestativamente as ações remanescentes. Apesar de se tratar de situação inversa, isto é, o STJ pretendeu proteger os sócios minoritários, por considerar que estes ficavam desprotegidos naquilo que concerne à livre iniciativa económica, no direito à propriedade privada e ao princípio da igualdade, não deixam de ser questões semelhantes¹⁹⁸.

¹⁹⁵ Cfr. número 2 do artigo 18º da CRP.

¹⁹⁶ Gomes Canotilho, J.J. e Moreira, Vital, “*Constituição da República Portuguesa Anotada*”, Volume I, 4.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, pp. 388 e ss.. Para que um direito fundamental possa ser restringido devem ser observados três requisitos, cumulativamente: (i) restrição admitida pela CRP; (ii) restrição vise salvaguardar outro direito fundamental ou interesse constitucionalmente protegido; (iii) restrição corresponda à necessidade de salvaguardar outro direito ou interesse e a essa salvaguarda se limite.

¹⁹⁷ Daqui em diante STJ.

¹⁹⁸ Engrácia Antunes, José, “*A Aquisição Tendente ao Domínio Total – Da sua Constitucionalidade*”, 2001, Coimbra Editora, p. 7 e 8.

Para que se realize uma interpretação correta das disposições legais, deve-se ter em consideração todos estes condicionalismos nas restrições que se podem conceber aos direitos fundamentais em sede de imputação de direitos de voto no que concerne ao dever de oferta pública de aquisição. O autor conclui que a medida da necessidade da limitação dos direitos fundamentais para proteção dos acionistas minoritários, tem que prever uma distinção de direitos de voto imputáveis ao participante que contribuam para uma efetiva situação de controlo, prevalecendo a substância sobre a forma¹⁹⁹.

Como se pode constatar por tudo o que já foi exposto, um conceito determinante para que se considere a constituição ou não do dever de lançar oferta pública de aquisição é a *alteração de controlo*. Isto é, não basta que exista controlo por parte de um sujeito, relativamente a uma sociedade aberta, para que o referido dever se constitua, pois esse controlo pode ter sido adquirido sem que nesse momento se tenha originado o dever e, por isso, o seu detentor não se deve ver sujeito ao dever, posteriormente, sem que se verifique uma efetiva alteração ao controlo anteriormente adquirido. DIOGO TAVARES²⁰⁰ redigiu um artigo no qual se propõe estabelecer os pressupostos, que necessariamente terão que ser observados, para que se considere existir uma alteração de controlo em sociedades abertas.

O autor começa por apresentar duas situações em que se poderia eventualmente considerar que existia uma alteração de controlo de sociedade aberta: (i) interposição de uma nova sociedade na cadeia de

¹⁹⁹ Tudo sobre a interpretação conforme às disposições constitucionais em Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 749 a 753.

²⁰⁰ Tavares, Diogo, “*Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA*”, Direito das Sociedades em Revista, p. 247 a 288, Março de 2015, volume 13, Almedina, S.A..

controlo e (ii) alteração de uma situação de controlo conjunto para controlo individual²⁰¹.

A norma jurídica que impõe o dever de lançar oferta pública de aquisição não apresenta nenhum elemento literal sobre o conceito de alteração de controlo, todavia, tendo em consideração o artigo 9º do Cód.Civil, este conceito, por ser intrínseco ao dever em análise, tem que ser considerado aquando da sua interpretação. Assim, deve o intérprete ter em consideração os diferentes regimes aos quais o artigo 20º se aplica, o regime da transparência e o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, que por sua vez prosseguem objetivos diferentes. Tendo em consideração o segundo regime referido, pode-se concluir que o principal objetivo ou fundamento do mesmo é a proteção dos acionistas minoritários. O mesmo autor refere ainda as situações que levam à necessidade de se proteger os acionistas minoritários quando se verifique uma alteração do controlo da sociedade, sendo elas: (i) deterioração do património social para beneficiar o controlador e (ii) existência de uma desvalorização do valor patrimonial da sociedade em si. A essas necessidades relacionadas com o poder atribuído a um acionista de controlo junta-se a distribuição do prémio de controlo, que se entende pertencer à sociedade e não aos acionistas individualmente considerados²⁰².

À semelhança do que a generalidade da doutrina já vinha avançando, este autor pugna pela consideração de todos estes conceitos e considerações para que o dever de lançar oferta pública de aquisição apenas seja aplicado nas circunstâncias em que se verifique uma efetiva alteração do controlo de uma sociedade aberta. Caso contrário, o intérprete e aplicador do dever corre o risco de sujeitar o participante ao cumprimento de um

²⁰¹ Tavares, Diogo, *ob cit*, p. 248.

²⁰² Tavares, Diogo, *ob cit*, p. 267 e 268.

dever que não corresponde à necessária proteção de outros sujeitos, uma vez que os últimos não carecem de qualquer proteção.

Assim, a imputação de direitos de voto, em sede do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, apenas se deve verificar *após uma mudança de controlo*²⁰³. Em concordância com esta afirmação feita pelo autor é definida a *ratio* a atribuir ao artigo 20º, quando esteja em causa o dever de lançar oferta pública de aquisição, díspar da *ratio* a aplicar em sede de transparência, que corresponderá à promoção da *identificação de situações materiais de aquisição ou mudança de controlo, que serão visíveis pela ultrapassagem dos limiares relevantes de detenção de direitos de voto*, tendo como efeito a imputação dos direitos de voto, que sejam efetivamente influenciados pelo participante, e, já não, os direitos que o participante possa eventualmente vir a influenciar²⁰⁴.

Em suma, DIOGO TAVARES concorre para a formação da doutrina dominante, que defende a interpretação restritiva como única interpretação conforme às regras enunciados pelo artigo 9º do Cód.Civil e também conforme ao direito da União Europeia que lhe deu origem, por atender aos propósitos concretos de cada regime a que será aplicado²⁰⁵.

Para que se discirna quando existe ou não aquisição de controlo de uma sociedade o autor faz o estudo de diversas situações, introduzindo a ideia de que não basta existir uma alteração na estrutura de controlo. Se o mesmo for exercido em cadeia por uma estrutura societária, na qual cada sociedade é controlada pela que se situa acima dela, sendo que a cúpula de poder será tendencialmente, uma pessoa singular. Verificando-se todas estas circunstâncias não se constituirá o dever na esfera jurídica da

²⁰³ Tavares, Diogo, *ob cit*, p. 270. O autor apoia-se no considerando 9 da diretiva das ofertas públicas de aquisição para fazer a afirmação citada.

²⁰⁴ Tavares, Diogo, *ob cit*, p. 271.

²⁰⁵ Tavares, Diogo, *ob cit*, p. 272. Esta posição do autor já vinha sendo defendida pela generalidade da doutrina, assim, protege-se a aplicação do dever de lançar oferta pública de aquisição quando exista de facto controlo de uma sociedade aberta.

pessoa, singular ou coletiva, que se venha a interpor na estrutura societária. Nestes casos, o dever não se considera constituído, pois o poder decisório, em última instância, continua a ser reconduzido à mesma pessoa²⁰⁶.

3.3 Posição da CMVM

Em 2005, foi promovido pela CMVM um processo de consulta pública²⁰⁷ para recolher opiniões dos intervenientes, no mercado de valores mobiliários, sobre o anteprojeto de transposição da diretiva das ofertas públicas de aquisição. O anteprojeto redigido e apresentado pela CMVM já refletia a união pretendida para a imputação de direitos de voto para os dois efeitos já atrás mencionados.

Esse facto foi, desde logo, objeto de demonstração de consternação por parte de alguns dos intervenientes que responderam ao processo de consulta pública, sendo mesmo uma das questões que gerou mais debate²⁰⁸. A CMVM, à data, não considerou como relevantes as preocupações demonstradas pelos respondentes, relativamente ao facto da imputação de direitos de voto se observar pelo mesmo artigo para efeitos de constituição dos dois distintos deveres, tendo considerado mesmo que seria benéfico para o intérprete esta unificação, defendendo que *a concentração sistemática evita a dispersão e favorece a apreensão*

²⁰⁶ Tavares, Diogo, *ob cit*, p. 279.

²⁰⁷ Consulta Pública n.º 11/2005, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Paginas/consulta_cmvm20051108.aspx?v=. Antes desta consulta pública se iniciar já havia sido iniciada uma outra consulta pública, também sobre a transposição da diretiva das ofertas públicas de aquisição, mas nesse caso focadas nos artigos 9º e 11º da diretiva, quanto às medidas defensivas adotáveis pelo órgão de administração. Consulta pública n.º 1/2005, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Paginas/consulta_cmvm20050121a.aspx?v=.

²⁰⁸ Como referido pela própria CMVM no Relatório Final da Consulta Pública, p. 1.

*dos conteúdos. A codificação num mesmo diploma facilita, pois, a tarefa dos intérpretes e dos agentes económicos*²⁰⁹.

Por outro lado, neste diploma é ainda defendida esta opção por se encontrar mais de acordo com o espírito do Cód.VM, codificação em vigor, o que não se demonstraria verdadeiro caso fosse opção a dispersão do regime da imputação dos direitos de voto, pelo que é defendida em última instância a *unidade sistemática* [do Cód.VM].

A constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição tem na sua base a construção de uma participação qualificada na sociedade, o que também origina o dever de divulgação dessas mesmas participações. Assim, o facto que despoleta a constituição dos dois deveres é o mesmo, pelo que não seria, na opinião da CMVM, aceitável que, para a mesma situação, no caso a determinação da existência de participações qualificadas, fossem concebidos regimes diferentes.

Para além das considerações de ordem sistemática, era ainda avançada pela Comissão a ideia de que o próprio regime positivado permitia corrigir possíveis excessos dos resultados da imputação, quanto aos propósitos normativos que se pretendam atingir, sendo de tal exemplo, o número 2 do artigo 187º.

Cumprе referir que esta posição demonstrada pela Comissão se reporta a um momento em que o regime europeu das ofertas públicas de aquisição, atualmente em vigor, se encontrava nos seus primórdios e desconheciam-

²⁰⁹ Cfr. página 1 do *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre Anteprojecto de diploma de transposição da directiva das OPA*. Em outros diplomas jurídicos europeus observa-se a opção contrária de separar as matérias de transparência e ofertas públicas de aquisição por diferentes diplomas, sendo que em cada diploma são estabelecidas as regras de imputação de direitos de voto. Resende, João Mattamouros, *ob cit*, p. 62. Este autor faz uma análise do sistema alemão, no qual existem dois diplomas distintos que definem as regras dos diferentes regimes, contudo é observado pelo autor que o ordenamento jurídico alemão acaba por não ser muito distinto do português, uma vez que as regras de imputação previstas num e noutro diploma acabam por ser praticamente coincidentes.

se as consequências da evolução que o regime da transparência teria para o regime das ofertas públicas de aquisição. Havia pois total desconhecimento dos problemas suscitados por uma aplicação cega ao regime em análise das causas de imputação de direitos de voto.

As alterações que foram sendo verificadas à diretiva da transparência, nomeadamente em relação ao que nesse diploma se considerava como causa necessária de imputação de direitos de voto, significavam, consequentemente, alterações também ao regime das ofertas públicas de aquisição. Todas as alterações referidas, já tratadas *supra*, implicaram uma maior amplitude das causas de imputação de direitos de voto, que serviriam para que se atingisse parâmetros cada vez mais apertados de transparência, sem que, todavia, essas alterações devessem relevar para o regime das ofertas públicas de aquisição, pela circunstância da não verificação de influência atual dos direitos de voto. Contudo, tendo sido opção do legislador proceder à transposição simples das alterações, as mesmas devem ser consideradas para efeitos de contabilização dos direitos de voto relevantes para alcance dos limiares que determinam a constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição. Exemplo mais significativo desta realidade é a última alteração verificada que determina a imputação dos direitos de voto associados a instrumentos financeiros com liquidação financeira, que não implicam em nenhum momento que o participante influencie ou venha a influenciar os direitos de voto a este associados.

O anteprojeto de transposição da alteração acima referida, objeto de consulta pública, revela que a posição da CMVM já não se reconduz a uma aplicação indiferenciada do artigo 20º aos diversos regimes que para ele remetem. Isto porque as alterações ao Cód.VM sugeridas pela própria Comissão refletem a preocupação demonstrada pelas implicações de semelhante aplicação desse artigo aos diversos regimes em causa. Para tal apresentaram soluções, que passariam por alterações mais profundas

ao Cód.VM comparativamente às que se verificariam com uma transposição simples, servindo assim o propósito de proteção dos regimes em causa.

A mudança de posição da CMVM está patente, desde logo, nas alterações propostas e contidas no anteprojeto de transposição das alterações à diretiva da transparência²¹⁰, nomeadamente, dar-se-ia a possibilidade ao participante de demonstrar que não influencia ou não tem suscetibilidade de influenciar os direitos de voto associados às ações anexas aos instrumentos financeiros contratados, sempre que a imputação de direitos de voto se verifique pela circunstância de existirem instrumentos financeiros de liquidação física ou financeira, que concorram para a ultrapassagem dos limiares que obrigam ao lançamento de oferta pública de aquisição²¹¹. Observa-se uma preocupação com a aplicação do artigo 20º para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, talvez fundada em problemas suscitados no lapso temporal decorrido entre a consulta pública realizada em 2005 e o momento atual, problemas esses que não foram previstos pela CMVM aquando da transposição da diretiva das ofertas públicas de aquisição. Caso contrário, teria desde logo calculado que os mecanismos previstos pelo Cód.VM não eram suficientes para afastar excessos de imputação, como vem sendo defendido pela doutrina que tem refletido sobre o assunto.

Tanto no Relatório Final da consulta pública como no anteprojeto de diploma de transposição final apresentado pela CMVM, observa-se que a proposta de alteração ao número 2 do artigo 187º foi abandonada, não se permitindo, assim, que o participante que ultrapasse o limiar de direitos de

²¹⁰ Anteprojeto de diploma de transposição disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Anteprojeto%203_2015.pdf.

²¹¹ O que corresponde à criação de uma nova alínea i) do número 1 do artigo 20º que manda imputar direitos de voto associados a ações que estejam anexadas a instrumentos financeiros com liquidação física ou financeira.

voto que o sujeito ao dever de lançar oferta pública de aquisição afaste esse mesmo dever, pela circunstância de não influenciar nem poder influenciar os direitos de voto que lhe são imputados pela via de detenção de instrumento financeiro, com ações anexadas, com liquidação física ou financeira. No Relatório Final pode-se encontrar um afloramento desse assunto, considerando a CMVM que os limiares a partir dos quais fica o participante sujeito ao dever de lançar oferta pública de aquisição são *suficientemente elevados para determinar uma aplicação residual mas relevante à detenção destes instrumentos*²¹². É ainda reforçada a posição de considerar que os mecanismos estabelecidos originariamente pelo artigo 187º são suficientes para afastar o dever de lançar oferta pública de aquisição, quando este não se funde nos pressupostos certos.

Concluindo, é indiscutível que a CMVM sentiu, num primeiro momento, a necessidade de estabelecer um mecanismo excecional para o novo título de imputação de direitos de voto, permitindo afastar o dever de lançar oferta pública. Todavia, a solução proposta não seria a mais benéfica para o sistema, podendo mesmo ser considerada inconstitucional. Tendo em consideração o raciocínio de VÍTOR NEVES²¹³, solução semelhante origina o tratamento desigual de situações iguais, pela circunstância de apenas ser admissível ao participante que ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto demonstrar que a imputação não corresponde a uma intensidade de influência dos direitos de voto a imputar que justifique essa consequência. O mesmo não se admitindo em relação ao participante que ultrapasse metade dos direitos de voto. Aos participantes que se encontrem nas posições atrás referidas podem ser imputados direitos de voto que não influenciem, por isso, se for permitido a um a demonstração

²¹² Cfr. p. 6 do Relatório Final da Consulta Pública n.º3/2015, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Relatorio%20Final%20CP%203_2015%20FINAL_01092015.pdf.

²¹³ Posição exposta *supra* no ponto 3.2.

de que não se deveria verificar tal imputação também terá que ser permitido ao outro.

3.4 Tomada de posição

Tal como a doutrina tem defendido, também se concorda que o artigo 20º tem que ser interpretado e aplicado de forma diferente consoante o regime a que se reconduz. Não se pode concordar com a CMVM quando, num segundo momento, volta a considerar que a lei, tal como está, permite que se afastem excessos de imputação desconformes aos propósitos dos diversos deveres a que respeita.

Do ponto de vista estritamente académico ou doutrinário poder-se-ia defender que a lei já permite interpretações e, consequentemente, aplicações diferentes, uma vez que o artigo 20º não vale por si mesmo, por não conformar nenhuma norma jurídica completa, dependendo tanto do artigo 16º como do artigo 187º para que se feche um ciclo e se permita a exigência de cumprimento de deveres.

Contudo, essa opção não oferece segurança suficiente aos intervenientes no mercado para que este funcione da forma mais eficiente, pois o intérprete e a autoridade fiscalizadora acabam por ter uma grande margem de discricionariedade para definirem se devem ou não aplicar a imputação de direitos de voto em determinada situação. Seria desejável que os critérios que determinam a imputação de direitos de voto fossem concretos e fechados. Se existisse maior segurança quanto aos critérios de imputação poder-se-ia verificar maior tráfego jurídico pela circunstância de não existirem dúvidas quanto às consequências de imputação desses mesmos negócios jurídicos.

4 A natureza jurídica do número 1 do artigo 20º

A controvérsia em torno da natureza jurídica das alíneas que imputam direitos de voto para efeitos de constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição já se verificava durante a vigência do Cód.MVM²¹⁴. Nesse momento existiam autores que defendiam que as alíneas em causa deveriam ser consideradas ficções, caso de OSÓRIO DE CASTRO²¹⁵.

Passado alguns anos da tomada de posição de OSÓRIO DE CASTRO, BRITO PEREIRA²¹⁶ apresentou um raciocínio interessante, relativamente à natureza jurídica das previsões que implicavam a imputação de direitos de voto ao participante por este não detidos. O autor parte da posição generalizada da doutrina, à época, que considerava que as respetivas disposições deveriam ser aplicadas enquanto ficções. Contudo, o autor entendia que esta consideração se tratava de um conjunto de juízos acrílicos, devendo defender-se ao contrário que as disposições em análise se tratavam de presunções absolutas, figura equiparável, na conceção do referido autor, às ficções. Esta equiparação assumia relevância, pois o autor considerava que o mais correto teoricamente seria que se considerassem as disposições enquanto ficções, pela circunstância de se atribuírem os mesmos efeitos jurídicos a situações que são de facto diferentes. Considerava ainda o autor que seria mais benéfico para o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias aplicar as disposições como se de presunções absolutas se tratassem, fundamentando esta possibilidade no facto de na base da imputação das consequências jurídicas se encontrar uma *presunção justificadora*.

²¹⁴ O artigo no qual se encontrava as situações que implicavam a imputação de direitos de voto ao participante sujeito ao dever de lançar oferta pública de aquisição encontrava-se previsto no artigo 526º do Cód.MVM.

²¹⁵ Osório de Castro, Carlos, “Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição”, Problemas societários e fiscais no mercado de valores mobiliários, 1997, Edifisco, Lda.

²¹⁶ Brito Pereira, Jorge, “A OPA obrigatória”, 1998, Livraria Almedina - Coimbra, p. 233 a 236.

O Cód.VM utiliza a técnica legislativa da remissão, para aplicação do número 1 do artigo 20º a efeitos distintos²¹⁷. Todas estas remissões servem para completar normas jurídicas, que de outra forma se considerariam incompletas, encontrando-se a previsão destas no aludido número 1 e a estatuição em cada um dos outros artigos que regulam os diferentes regimes, como já foi referido no ponto 3.4.

As remissões, acima referidas, são utilizadas sem que se concretize qualquer especificidade quanto àquilo que deve ser alcançado na aplicação das normas jurídicas que se formam. Foi opção do legislador redigir remissões simples, sempre iguais, deixando à disponibilidade do intérprete proceder ao enquadramento, necessário, de como deve e não deve ser aplicado o número 1 do artigo 20º.

Tendo em conta a diversidade de consequências que são alcançadas, pelas diversas normas jurídicas, será necessário fazer o referido juízo quanto à aplicação da previsão de cada norma. De entre as consequências, alcançadas pela norma jurídica, aplicadas àqueles a que a essas estão sujeitos, podem discernir-se diversos níveis de onerosidade, designadamente menor onerosidade da comunicação de detenção de participação qualificada, relativamente à sujeição ao lançamento de oferta pública de aquisição obrigatória. A isso deve acrescentar-se a diversidade de interesses prosseguidos pelas diversas normas, (i) no caso da comunicação de participação qualificada pretende-se que o mercado tome conhecimento da estrutura acionista de determinada sociedade; (ii) já no caso do dever de lançar oferta pública de aquisição é pretendida a defesa dos acionistas minoritários que se veem subjugados a um acionista de controlo, pelo que lhes deve ser atribuído direito de saída da sociedade,

²¹⁷ Relativamente a: (i) deveres de comunicação de participação qualificada, nos termos da alínea b) do número 1 do artigo 16º; (ii) ofertas públicas de aquisição obrigatórias, nos termos do número 1 do artigo 187º; (iii) aquisições e alienações potestativas, nos termos do número 1 do artigo 194º e do número 1 do artigo 196º; (iv) ofertas públicas de aquisição concorrentes, nos termos do número 3 do artigo 185º.

que apenas se considera concretizado na eminência de um preço equitativo.

Neste momento, pretende-se realizar uma reflexão quanto à natureza jurídica das alíneas do número 1 do artigo 20º, uma vez que este tem sido um tema abordado pela doutrina, mas pouco aprofundado. É certo que não existe consenso sobre a matéria a tratar.

Se por um lado PAULO CÂMARA defende que as alíneas do número 1 do artigo 20º compreendem ficções, outros autores defendem que as mesmas alíneas devem ser consideradas presunções. Não existem elementos literais que indiquem ao intérprete qual foi a vontade do legislador quando redigiu as alíneas em análise. Apenas o número 4 desse artigo tem, declarada e literalmente, a natureza de presunção, mas como forma de concretizar um conceito indeterminado. De referir que o número com natureza presuntiva foi acrescentado ao artigo posteriormente²¹⁸. Essa natureza não indica, necessariamente, que as outras previsões do artigo tenham sido redigidas com a intenção de se consubstanciarem enquanto ficções ou presunções, tanto mais que são da autoria de diferentes legisladores.

CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA²¹⁹ defende que as mesmas alíneas são presunções legais, esta é mais uma opinião que vem reforçar a ausência de consenso na doutrina nacional.

Para refletir sobre a questão agora em causa pode o intérprete optar por uma de duas vias. Por um lado, pode analisar de forma autónoma a questão à luz de cada regime que dá origem ao artigo 20º, o regime da transparência e o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias. Por outro lado, pode o intérprete optar por analisar a questão equiparando

²¹⁸ Introduzido no âmbito do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro.

²¹⁹ Ferreira de Almeida, Carlos, *“OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”*, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, 2013, p. 12.

os dois regimes anteriormente referidos, encontrando uma solução una. A primeira hipótese poderá ter como consequência a conclusão de que a melhor interpretação no seio de um regime não corresponderia à melhor interpretação no seio de outro, o que não seria desejável.

4.1 Posição doutrinária

4.1.1 Presunções

Nos termos do artigo 349º do Código Civil²²⁰ as presunções resultam de um exercício de ilação que corresponde à afirmação de um facto desconhecido pela verificação de um facto conhecido.

O regime das presunções, consagrado naquele e nos seguintes artigos do mesmo código, tem como efeito a inversão do ónus da prova, isto é, quem beneficia da presunção e pretende invocar determinado direito não tem que fazer prova do facto que dá origem ao direito invocado. O efeito dessa circunstância no regime da transparência seria a exigibilidade de comunicação de participação qualificada, por parte da sociedade visada sem que esta tenha que provar a existência da causa de imputação de determinados direitos de voto e, bem assim, a sua correta imputação.

Outra característica deste regime é a existência de dois tipos de presunções, relativas e absolutas. Quer isto dizer que tanto podem ser objeto de prova em contrário, cabendo o ónus da prova a quem a aplicação da presunção prejudica, como podem consubstanciar-se numa ilação que uma vez verificada não admite prova em contrário, bastando, portanto, a invocação do direito fundamentado sem que aquele a quem este direito aproveita tenha que demonstrar a sua constituição.

No caso de a presunção admitir prova contrária, esta cabe a quem a pretende ilidir. Assim, deve provar que o facto desconhecido que é depois inferido é desconforme à realidade. No caso da imputação indireta de

²²⁰ Daqui para a frente Cód.Civil.

direitos de voto, cumpre provar a não verificação da situação que leva à inferência de que os direitos de voto são pelo participante influenciados. Estes dois tipos de presunções distinguem-se pela circunstância de a lei proibir ou não a prova em contrário, nos termos do número 2 do artigo 350º do Cód.Civil.

Se se tratarem de presunções absolutas, uma vez verificada a existência de algum facto que se subsuma às alíneas do número 1 do artigo 20º, os direitos de voto são imputáveis ao participante sem que seja admissível a prova de que a imputação se funda em ilações incorretas.

Nos termos do número 2 do artigo 350º do Cód.Civil, as presunções são, em princípio, passíveis de serem ilididas, deixando de o ser com a previsão do contrário pela lei. Tal tem como efeito o seguinte, se se considerar que as alíneas do número 1 do artigo 20º do Cód.VM devem ser consideradas presunções, a lei, ao não referir a proibição de prova contrária à presunção, faz com que o intérprete as deva considerar presunções relativas.

Como já anteriormente foi afirmado existem autores que defendem que o número 1 do artigo 20º compreende presunções, entre eles CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, um dos legisladores que participou na elaboração do Cód.VM. O mesmo defende essa perspetiva por entender que o dever de lançar oferta pública de aquisição pode ser afastado, quando o mesmo se funda no limiar de um terço dos direitos de voto, por *ilisão de qualquer uma das presunções de imputação*, com esta afirmação do autor pode concluir-se que este defende que o número 1 do artigo 20º contém presunções relativas, pelo menos quando se trate de imputação de direitos de voto que concorra para o alcance do limiar de um terço dos direitos de voto²²¹.

²²¹ Ferreira de Almeida, Carlos, *ob cit*, p. 12.

Também VÍTOR NEVES²²² defende que o número 1 do artigo 20º do Cód.VM deve ser considerado como contendo a natureza jurídica de presunções²²³, fazendo a delimitação de forma negativa, isto é, afastando a hipótese de conter ficções, uma vez que ao aplicar o número 1 do artigo 20º como ficções não se permite a ponderação dos interesses em jogo²²⁴, nomeadamente quando se trata do regime das ofertas públicas de aquisição. Por se tratarem de conflitos de direitos ou interesses constitucionalmente protegidos, uma aplicação constitucionalmente conforme, terá que permitir que o aplicador da lei possa fazer uma ponderação dos interesses que estão concretamente em conflito, o que não é alcançado pelas ficções que afastam a possibilidade de ponderação, uma vez que se tratam de um juízo subsuntivo estanque que não permite que se pondere qualquer situação concreta. Num outro artigo²²⁵ o mesmo autor já defendia que a natureza jurídica mais vantajosa, tendo em consideração todas as funcionalidades e todas as normas jurídicas que através deste artigo se formam, seria a natureza de presunção, uma vez que não seria expetável que o legislador tivesse a capacidade de definir um conjunto de situações em que os direitos de voto teriam sempre que ser imputados em todos os regimes que para o artigo remetem. Será mais provável, segundo este autor, que o legislador tenha definido um conjunto de circunstâncias que merecem uma ponderação, por parte do intérprete, antes de serem aplicadas, consoante as circunstâncias de cada caso.

HUGO MOREDO DOS SANTOS²²⁶ é de opinião semelhante a VÍTOR NEVES, entende portanto, que a natureza jurídica das diversas alíneas do número

²²² Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 750.

²²³ No mesmo sentido Baptista, Daniela Farto, *ob cit*, p. 199. Esta autora considera, contudo que a alínea h) se trata de uma cláusula geral que deve ser completada pelas outras alíneas.

²²⁴ Interesses desenvolvidos *supra* no ponto sobre a interpretação e aplicação do número 1 do artigo 20º ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias. Interesses constitucionalmente defendidos.

²²⁵ Neves, Vítor, “*A natureza...*”, p. 529

²²⁶ Moredo dos Santos, Hugo, *ob cit*, p. 377.

1 do artigo 20º deve permitir que o participante afaste a imputação de direitos de voto. Tal deve verificar-se mediante prova de que não existe exercício discricionário ou controlo dos direitos de voto, pelo facto de ser um terceiro que controla esses mesmos direitos. Desta forma, o autor defende que o mais acertado e conforme ao regime jurídico dos valores mobiliários, no geral, e em concreto ao regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, será a consideração de que as alíneas do número 1 do artigo 20º se tratam de presunções relativas.

Esta realidade tem como consequência que o participante pode sempre vir provar que os direitos de voto não lhe devem ser imputados, mesmo estando numa das situações previstas nas alíneas em análise, independentemente das consequências que advêm da imputação dos direitos de voto, ou seja, constituição do dever de comunicar participação qualificada ou constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, ilidindo a presunção que conduziu à imputação.

Por outro lado, e tendo em consideração o regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, não será despiciendo referir e analisar a possibilidade reiterada pelo número 2 do artigo 187º de o participante que alcance o limiar de um terço dos direitos de voto se ver desonerado do referido dever. Poder-se-ia, à primeira vista, considerar que aqui existe um qualquer tipo de desconsideração da imputação de direitos de voto, todavia, defende-se que esta desoneração corresponde à demonstração de que não existe controlo da sociedade, pelo que não se verifica a causa geradora do dever, não deixando os direitos de voto de serem imputados ao participante em causa, podendo, se concorrerem para o alcance do limiar de metade dos direitos de voto, mais tarde e, cumulativamente com a imputação de outros direitos de voto, determinar a constituição do dever

em causa²²⁷. Serve este ponto para afastar a possibilidade do referido preceito legal abrir a possibilidade de se considerar que a imputação de direitos de voto se pudesse afastar por prova em contrário, quando se tratasse do limiar de um terço, mas já não poderia ser considerada presunção relativa no caso de estar em causa metade dos direitos de voto²²⁸. De outro ponto de vista, nem faria sentido tal consideração, uma vez que se entende que a natureza jurídica de um artigo não deve ser alterada consoante o regime a que se aplica e, não se prevendo no dever de comunicação de participação qualificada a possibilidade de ilidir a presunção, não seria aceitável considerar que para determinado efeito estar-se-ia perante presunções relativas e para outros efeitos estar-se-ia perante presunções absolutas.

Assim, deve ser distinguida a possibilidade de se ilidir a imputação de direitos de voto e a possibilidade de se ilidir a presunção de domínio da sociedade. Mesmo que se alcance o limiar de um terço, para o qual a lei prevê que, por se tratar de sociedades abertas, nas quais existe dispersão do capital pelo público, essa participação pode corresponder a posição de domínio. Esta possibilidade não corresponde à ilisão da imputação de direitos de voto, correspondendo sim à consideração de que a influência de um terço dos direitos de voto de uma sociedade aberta pode também não corresponder ao domínio da mesma, nomeadamente por existir outro acionista da sociedade visada que detenha uma participação mais significativa do que a que é atribuída ao participante em questão. Assim, será o primeiro a controlar a sociedade.

Contudo, nem todos os autores concordam com a ideia de que a possibilidade atribuída pelo número 2 do artigo 187º, para afastar o dever

²²⁷ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 722. No mesmo sentido Vasconcelos, Pedro Pais de, *ob cit*, p. 30, este autor considera que a referida disposição legal apresenta duas presunções de domínio, uma relativa e outra absoluta, para aquele participante que detenha um terço e metade dos direitos de voto, respetivamente.

²²⁸ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 721.

de lançar oferta pública de aquisição, não concorre para a defesa de que as alíneas do número 1 do artigo 20º se devem consubstanciar enquanto presunções. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA declara que a prova de que o participante não detém o domínio da sociedade *pode fazer-se por ilisão de qualquer uma das presunções de imputação*²²⁹, parecendo apoiar-se na possibilidade de provar que o participante não detém o controlo da sociedade, dentro do limar de um terço dos direitos de voto, atribuída pelo número 2 do artigo 187º, para defender que as situações previstas pelo legislador para imputação de direitos de voto de forma indireta são presunções que podem a qualquer momento ser afastadas.

Se atendermos ao que defende VÍTOR NEVES²³⁰ e se considerarmos correto o defendido por CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, estar-se-á de facto perante uma inconstitucionalidade, uma vez que apenas se permite o afastamento da posição de controlo por parte daquele que detém um terço dos direitos de voto, não se admitindo o afastamento da imputação de direitos de voto àquele participante que atingir metade dos direitos de voto. Contudo, ambos os participantes podem ver-lhes serem imputados direitos de voto que, dada a fraca intensidade de conexão entre o participante e estes, não se deveriam verificar, não correspondendo os direitos de voto imputados ao domínio da sociedade. Assim, para que não se verifique a existência de constitucionalidade teria que ser atribuída a possibilidade aos participantes que se encontrem nestas posições de demonstrarem a inconveniência da imputação, independentemente de lhes ser imputado um terço ou metade dos direitos de voto.

²²⁹ Ferreira de Almeida, Carlos, *ob cit*, p. 12.

²³⁰ Neves, Vítor, “*Delimitação...*”, p. 711.

4.1.2 Ficções

Nas palavras de BAPTISTA MACHADO²³¹, pela técnica da ficção *o legislador estabelece que o facto ou situação a regular é ou se considera (como se juridicamente fosse) igual àquele facto ou situação para que já se acha estabelecido um regime na lei.*

O juízo que deve ser feito pelo intérprete, para definir qual a natureza jurídica dos preceitos em causa, é se pela sua aplicação se procede a uma *assimilação fictícia de realidades factuais diferentes para efeito de as sujeitar ao mesmo regime jurídico*, podendo esta técnica legislativa ser utilizada como forma *de dar satisfação a novas necessidades sociais de regulamentação*, ou se, por outro lado, existe um juízo presuntivo.

As causas de imputação indireta de direitos de voto foram criadas precisamente para que os acionistas e participantes de sociedades abertas não tenham possibilidade de construírem posições de influência ou controlo de tais sociedades, sem deter as ações diretamente, com o objetivo de não revelarem as reais participações no capital social e respetivos direitos de voto, participações estas compreendidas na sua dimensão material e não formal. Pode-se considerar que a vasta abrangência das causas de imputação indireta de direitos de voto funciona como um verdadeiro meio de regular novas situações para as quais a legislação não estava preparada à partida, realidades de engenharia financeira, que permitem a criação de relações cada vez mais complexas. A preocupação legislativa, de que a imputação indireta de direitos de voto cubra todas as previsíveis situações, que possam vir a ser criadas pelos participantes nas sociedades destinadas a contornar o regime, não se verifica apenas a nível nacional. As recentes alterações à diretiva da transparência revelam essa preocupação a nível europeu.

²³¹ Baptista Machado, João, “Introdução ao direito e ao discurso legitimador”, 2010, 18ª reimpressão, Edições Almedina S.A., p. 108.

As ficções são uma técnica legislativa utilizada como forma de equiparar juridicamente, isto é, aplicando o mesmo regime jurídico, a factos que materialmente não são idênticos. Neste caso trata-se de equiparar a situação de não deter direitos de voto à detenção dos mesmos, pelo facto de os influenciar ou existir suscetibilidade de os influenciar. No caso do artigo 20º, considerando que o mesmo tem a natureza jurídica de ficções, subsume-se que foi intenção do legislador equiparar as relações entre o titular dos direitos de voto e o participante, que se enquadra numa das previsões das alíneas do número 1 do artigo 20º, à titularidade dos direitos de voto.

PAULO CÂMARA defende que o legislador pretendeu utilizar a técnica das ficções legais aquando da redação do artigo, que trata das causas de imputação indireta de direitos de voto e, como tal, apresenta as consequências que daí se devem retirar: «(...) *perante o concreto juízo subsuntivo, não pode ser refutado.*»²³².

O autor defende que, uma vez imputados os direitos de voto, esta imputação não pode recuar. No regime da transparência, designadamente no dever de comunicação de participações qualificadas, a imputação de direitos de voto é aplicada sem que se permita ao participante demonstrar que a subsunção, através da qual os direitos de voto que o mesmo não detém lhe são imputados, não corresponde à verdade, pelo que não deve ser aplicada.

Por outro lado, no seio do regime das ofertas públicas de aquisição, se a imputação indireta de direitos de voto fosse reconduzível à natureza jurídica de presunções, sendo que teriam que se considerar relativas²³³, poder-se-ia continuar a considerar útil a possibilidade atribuída ao participante de demonstrar que não domina a sociedade, mesmo sendo-

²³² Câmara, Paulo, *ob cit.*, p. 522.

²³³ Tal como explicitado *supra*. Nos termos do número 2 do artigo 350º do Cód.Civil.

lhe imputáveis direitos de voto que atingem o limiar de um terço, uma vez que o facto de lhe serem imputados direitos de voto é uma realidade e o facto de controlar a sociedade é outra realidade autónoma²³⁴.

JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO é da opinião que o número 1 do artigo 20º compreende ficções, atribuindo à aludida disposição uma valoração superior dos *efeitos económicos de determinadas situações* comparativamente à situação jurídica das mesmas²³⁵.

4.2 Posição da CMVM

A CMVM não tomou até ao momento qualquer posição formal relacionada com aquela que considera ser a natureza jurídica das alíneas do número 1 do artigo 20º. Contudo, pela interpretação de alguns documentos que têm sido divulgados pode o intérprete inferir algumas conclusões.

O anteprojeto de transposição²³⁶ da diretiva 2013/50/UE²³⁷ redigido e divulgado pela CMVM, objeto da Consulta Pública n.º 3/2015, tinha como uma das propostas de alteração ao Cód.VM uma nova redação a atribuir ao número 2 do artigo 187º, demonstrando ser intenção desta Comissão o mesmo número passar a prever duas alíneas distintas, sendo que a alínea b) teria cariz inovador, por prever, o afastamento da imputação de direitos de voto, fundada na nova alínea do número 1 do artigo 20º.

Esta proposta de alteração demonstra que, por um lado, já existe alguma preocupação, por parte da CMVM, com a forma como o artigo 20º é

²³⁴ Pode dar-se o caso de o participante influenciar de facto direitos de voto que não detém, pelo que os mesmos lhe devem ser imputados. Todavia, ao serem-lhe imputados os direitos de voto, sem que para tal exista qualquer motivo que altere essa situação, pode o participante mesmo alcançando o limiar de um terço dos direitos de voto não controlar a sociedade, podendo então afastar a possibilidade de controlar a sociedade, mesmo não afastando a imputação de direitos de voto que lhe é feita anteriormente.

²³⁵ Falcão, João Paulo Menezes, *ob cit*, p. 212.

²³⁶ Anteprojeto objeto de consulta pública disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/Anteprojeto%203_2015.pdf.

²³⁷ Esta é a diretiva que alterou recentemente a diretiva da transparência em vigor.

aplicado ao regime das ofertas públicas de aquisição, talvez motivada pela nova causa de imputação de direitos de voto que em várias circunstâncias não implica uma influência atual dos direitos de voto. Por outro lado, pode-se deduzir que é entendimento da CMVM que a natureza jurídica das alíneas do número 1 do artigo 20º não permite ao participante afastar a imputação dos direitos de voto, pelo que seria necessário uma disposição legal nesse sentido.

Tendo em consideração os últimos elementos avançados pode-se deduzir que a CMVM entende que a natureza do número 1 do artigo 20º se trata de uma de duas hipóteses: (i) presunções absolutas ou (ii) ficções. Será mais acertado deduzir que o entendimento da CMVM será o de que o número 1 do artigo 20º contém presunções absolutas e não ficções. No caso de se considerar que é entendimento da CMVM que o número 1 do artigo 20º compreende ficções, não se poderia aceitar a conceção de uma disposição legal que afastasse o resultado de imputação de direitos de voto, pois as ficções não admitem em nenhuma circunstância que aquele a quem elas prejudica faça qualquer contraprova. Considerando-se ser entendimento da CMVM que o número 1 do artigo 20º compreende presunções absolutas, poder-se-ia conceber uma disposição legal que, para determinadas circunstâncias, permitisse que aquele a quem a presunção prejudica fizesse contraprova do juízo presuntivo. Como foi primeira intenção²³⁸ da Comissão, prever a possibilidade de o participante demonstrar a não influência de direitos de voto para determinada causa de imputação destes, obstando assim a essa imputação, ter-se-á também que considerar que o número 1 do artigo 20º compreende presunções absolutas.

²³⁸ Esta intenção foi abandonada, uma vez que no anteprojeto de transposição final não se verifica qualquer alteração ao artigo 187º.

4.3 Tomada de posição

A querela sobre a natureza jurídica do número 1 do artigo 20º não pode ser alheia aos efeitos que o número 2 do artigo 187º pode ter na discussão. Os primeiros assuntos a tratar serão as eventuais implicações da possibilidade de afastar o dever de lançar oferta pública de aquisição, fundada no número 2 do artigo 187º, e de que forma pode ser exercido esse ónus. Como já atrás foi exposto, alguns autores entendem que esta disposição concorre para que o participante possa afastar a imputação de direitos de voto. Este entendimento tem implicações para a determinação da natureza jurídica das alíneas que implicam essa imputação. Ao admitir-se que, pelo número 2 do artigo 187º o participante possa afastar a imputação de direitos de voto está-se, necessariamente, a determinar que o número 1 do artigo 20º compreende presunções. Ora, se se entende que a aludida disposição compreende presunções, ter-se-á também que definir de que tipo se tratam. A ver: (i) relativas ou (ii) absolutas. Nos termos do número 2 do artigo 350º do Cód.Civil, as presunções serão em princípio relativas, podendo aquele a quem elas desaproveitam demonstrar a desconformidade do juízo presuntivo com a realidade. As presunções devem-se considerar absolutas sempre que se verifique uma proibição expressa para que o sujeito a quem a presunção prejudique demonstre a desconformidade do juízo presuntivo.

O número 2 do artigo 187º apenas admite que, o participante que ultrapasse um terço dos direitos de voto e, especificamente, em relação à constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição, afaste este último. Assim, está-se perante dois tipos de presunção aplicáveis a diferentes situações: (i) presunção relativa, naquilo que concerne ao afastamento da constituição do dever de lançar oferta pública de aquisição; (ii) presunção absoluta, para o participante a quem será imputado o dever de lançar oferta pública de aquisição, por ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto, bem como, para o participante

que esteja sujeito ao cumprimento do dever de comunicar participação qualificada. O entendimento quanto às presunções absolutas, insuscetíveis de serem afastadas, surge da circunstância de o regime constituído apenas permitir que o participante demonstre que não domina a sociedade, quando este tenha ultrapassado o limiar de um terço dos direitos de voto e tenha ficado aquém do limiar de metade dos direitos de voto. Assim, mesmo não se encontrando, na letra da lei, uma proibição expressa quanto à prova contrária, a permissão para que esta apenas se verifique em determinada situação, demonstra ser intenção do legislador proibir a prova contrária à presunção em todas as outras circunstâncias com esta relacionadas.

Todavia, não se considera que o afastamento do dever de lançar oferta pública, por via do número 2 do artigo 187º, possibilite que se afaste a imputação de direitos de voto. Sendo, nos termos do aludido número, admissível a alegação de que dada a estrutura acionista da sociedade visada existe um outro participante que, detendo ou sendo-lhe imputáveis maior percentagem de direitos de voto, tem mais influência nos destinos da sociedade do que o participante, podendo também alegar que não existe qualquer participante que domine a sociedade.

Depois de negada a possibilidade de o participante afastar a imputação de direitos de voto, por via do número 2 do artigo 187º, não implicando, por isso, a referida disposição qualquer influência relativamente à natureza jurídica do número 1 do artigo 20º refletir-se-á sobre a natureza jurídica das alíneas, tendo apenas em consideração estas mesmas disposições.

Iniciar-se-á a reflexão pela consideração da possibilidade de o número 1 do artigo 20º compreender presunções. O número 1 do artigo 20º ao compreender presunções implicará a distinção sobre qual o tipo de presunções, relativas ou absolutas. Para tal terá que ser atendida a literalidade das disposições em análise, para que se perceba se existe ou

não alguma proibição expressa relativamente à possibilidade de se fazer contra prova do juízo presuntivo, uma vez que este é o elemento que distingue as presunções relativas e absolutas, nos termos do número 2 do artigo 350º do Cód.Civil. À primeira vista não se encontra qualquer impedimento exposto quanto à contraprova do juízo presuntivo, no qual se funde a imputação de direitos de voto.

Todavia, não se deve ignorar o disposto nos números 4 e 5 do mesmo artigo. Estas disposições correspondem à concretização de um conceito que conduz à imputação de direitos de voto por via da alínea h), contudo, a determinação foi bastante ampla, pelo que o legislador sentiu necessidade de permitir que o participante prove que, apesar de se encontrar na circunstância de ter celebrado um acordo que vise a transmissibilidade de ações da sociedade visada, o mesmo não corresponde a um instrumento de exercício concertado de influência. A demonstração de que não existe influência dos direitos de voto afasta o acordo para transmissibilidade de ações do escopo do conceito de instrumento para exercício concertado de influência e, consequentemente, a imputação dos direitos de voto. Nas circunstâncias anteriormente expostas, foi opção do legislador conceber uma presunção relativa, para concretizar aquilo que se pode considerar como integrante do conceito de instrumento de exercício concertado de influência. O mesmo não corresponde a admitir que a alínea h) compreende uma presunção e que a mesma se deve entender como relativa, por se conceber a possibilidade de a afastar, verificando-se sim que o número 4, esse sim, deve ser considerado uma presunção relativa. Se se considerasse que a alínea h) compreendia uma presunção relativa, apesar de nas outras alíneas não se verificar uma proibição expressa, estar-se-ia a admitir que todas as outras presunções deveriam ser consideradas absolutas. A consideração de que todas as outras alíneas compreenderiam presunções absolutas seria justificada pela permissão expressa de provar a desconformidade da

imputação de direitos de voto, apenas relativamente à alínea h), o que, à *contrariu sensu*, significaria que as outras alíneas estariam sob o jugo de um juízo presuntivo que não admitiria prova contrária. Contudo, o entendimento de que não existe qualquer presunção relativa no seio da alínea h), mas sim em números com esta alínea relacionados, não conduz ao entendimento de que todas as outras alíneas devem ser consideradas presunções absolutas.

Assim, conclui-se pela não existência de qualquer elemento literal que possa levar à conclusão de que é expressamente proibido pela lei que o participante demonstre que o juízo presuntivo, na base da imputação de direitos de voto é desconforme à realidade. Em suma, ao considerar-se que o número 1 do artigo 20º compreende presunções ter-se-á forçosamente que as considerar relativas, o que implica que em todas as circunstâncias se admita a demonstração de que os direitos de voto imputados devem ser desconsiderados. Se tal se verificasse, o número 2 do artigo 187º continuaria a ter relevância, pois ao participante que detenha ou lhe sejam imputados um terço dos direitos de voto da sociedade, sendo estes corretamente imputados, ser-lhe-ia ainda permitido demonstrar que a detenção/imputação de tal percentagem de direitos de voto não corresponde contudo, à influência dos destinos da sociedade. Tal demonstração deve indicar a existência de um outro participante que controle maior percentagem de direitos de voto ou a inexistência de qualquer participante que controle percentagem tal de direitos de voto, que deva ser considerado como acionista maioritário. O que já não se consideraria relevante, seria uma possível alteração ao número 2 do artigo 187º para que este acomodasse uma possibilidade de o participante a quem sejam imputados ou detenha metade dos direitos de voto, demonstrar que os mesmos, em qualquer circunstância, não deveriam ser-lhe imputados, tal como proposto pela CMVM no anteprojeto de transposição das alterações à diretiva da transparência que foi objeto

de consulta pública. Isto porque, ao atribuir-se a natureza jurídica de presunções relativas ao número 1 do artigo 20º, aquela possibilidade era já admitida por essa mesma disposição.

Existe ainda outra técnica legislativa que deve ser considerada passível de compreender a natureza jurídica do número 1 do artigo 20º, as ficções. Esta técnica legislativa corresponde à aplicação dos mesmos efeitos jurídicos a realidades factualmente distintas. Pelo que, o juízo subsuntivo corresponderá à equiparação da eventual influência de direitos de voto por parte do participante à titularidade dos mesmos. Ou seja, aquele que, por exemplo, domine o exercício dos direitos de voto, numa situação em que um terceiro seja o formal detentor dos mesmos, o primeiro, pela circunstância de influenciar esses direitos de voto, terá que cumprir todos os deveres como se de o titular dos direitos de voto se tratasse.

Ao entender-se que o número 1 do artigo 20º compreende ficções, o juízo subsuntivo uma vez verificado, não pode ser refutado, pelo que basta a verificação de que o participante se encontra em relação aos direitos de voto numa das relações taxadas pelas alíneas do número 1 do artigo 20º, para que se verifique a imputação dos mesmos. Isto é, não é permitido ao participante demonstrar que o juízo susbsuntivo que corresponde à imputação de direitos de voto não implica uma influência atual ou futura destes. Não lhe sendo assim, possível provar que não influencia os direitos de voto e, conseqüentemente, não influencia a sociedade.

Não se ignora os problemas constitucionais que podem surgir pela aplicação do número 1 do artigo 20º como ficções. Estes problemas foram suscitados por VÍTOR NEVES, *supra* explanados, e correspondem à impossibilidade de o aplicador da lei, neste caso as mais das vezes a CMVM, uma vez que esta é a autoridade fiscalizadora nacional que decide quando existe ou não existe dever de lançar oferta pública de aquisição, ponderar a limitação de direitos fundamentais, como a liberdade de

iniciativa económica e o direito de propriedade, que, nos termos do número 2 do artigo 18º da CRP, apenas se podem ver restringidos na presença de um interesse geral.

Ao aplicar as diversas alíneas do número 1 do artigo 20º enquanto ficções, o aplicador não pode ponderar a (in)existência de um verdadeiro interesse geral que justifique a limitação dos referidos direitos. O que se verifica na eminência da aplicação de algumas dessas alíneas é que pode não existir um interesse geral material, por não se verificar uma material influência dos direitos de voto e, conseqüentemente, uma alteração do controlo da sociedade. Apenas a alteração de domínio da sociedade justifica a constituição, na esfera dos acionistas minoritários de uma desproteção que deva ser compensada. Desproteção esta que deve ser compensada pela constituição de um dever, na esfera jurídica do acionista maioritário, que permitirá a saída dos acionistas da sociedade, para que estes não se vejam subjugados a um controlo que anteriormente não existia. Assim, para que não existisse qualquer inconstitucionalidade, na senda do que é defendido por VÍTOR NEVES e com o qual não se pode deixar de concordar, teria que existir um mecanismo na lei que permitisse ao intérprete esta ponderação, para que a aplicação do dever que fere o direito de propriedade e a liberdade de iniciativa económica do acionista maioritário, apenas se verifique na eminência de um interesse geral, a desproteção dos minoritários.

Todavia, o direito positivado, neste momento, não permite que tal ponderação se verifique pelo facto de se considerar ter sido intenção do legislador conformar o número 1 do artigo 20º como ficções. Esta técnica legislativa não permite qualquer ponderação, uma vez que verificado o juízo subsuntivo, que corresponde à equiparação da influência ou suscetibilidade de influência à titularidade de direitos de voto, estes têm que ser imputados automaticamente. Esta realidade pode ser depreendida das propostas de alteração ao Cód.VM propostas pela CMVM, aquando

da transposição da diretiva que introduz as últimas alterações à diretiva da transparência, e objeto de consulta pública. Estas propostas, que acabaram por ser abandonadas no anteprojeto final de transposição da diretiva, introduziam a permissão de ponderação da imputação de direitos de voto em algumas circunstâncias, possibilidade essa que seria prevista no número 2 do artigo 187º. Caso a natureza jurídica do número 1 do artigo 20º já permitisse a ponderação da imputação dos direitos de voto, não seria necessário que o número 2 do artigo 187º viesse prever essa possibilidade, pois a mesma estaria salvaguardada pela natureza jurídica do artigo que estipula a imputação de direitos de voto. A CMVM é, neste aspeto, uma entidade relevante por ser a autoridade fiscalizadora que aplica em primeira mão todas estas disposições. Pelo que, se considera que o intérprete deve aproximar-se da natureza por esta definida, para que não alcance soluções que teoricamente são mais acertadas, mas que na prática não encontrem acolhimento. Sendo consequência de uma discrepância de interpretações entre os intervenientes no mercado e a CMVM, a consideração de situações que, para os primeiros não devam originar a imputação de direitos de voto, mas que, no entendimento da CMVM, essa imputação deve acontecer.

5 Conclusão

Os regimes analisados têm origem na antiga Comunidade Europeia, atual União Europeia, e a sua criação coincidiu com a necessidade de criação de um mercado único de capitais, para o qual seria indispensável a equivalência das normas nos diferentes Estados membros. Apenas se observando esta equivalência seria possível que não existissem desigualdades entre Estados membros, tornando, eventualmente, o investimento em alguns desses Estados membros mais atrativo do que em outros. Neste contexto surgiram as duas diretivas, da transparência e das ofertas públicas de aquisição, que foram objeto de análise.

Esses mesmos diplomas europeus, que em alguns casos desencadearam a criação dos respetivos regimes nos ordenamentos jurídicos nacionais e em outros casos apenas corresponderam a uma determinação europeia de um regime que já era previsto a nível nacional, definem, desde logo, a *ratio* que cada dever neles contido deve respeitar. Os dois deveres mais relevantes em ambos os regimes são o dever de comunicar participação qualificada e o dever de lançar oferta pública de aquisição, que para além de distintos compreendem também *ratios* distintas. No caso do primeiro dever anteriormente referido está-se então perante a necessidade de estabelecer mecanismos que assegurem que a estrutura acionista das sociedades abertas ao investimento público é dada a conhecer ao mercado. Relativamente ao segundo dever aludido pretende-se com a sua exigibilidade proteger os acionistas minoritários quando se verifica uma alteração do controlo da sociedade, atribuindo-lhes um direito de saída e o respetivo pagamento de um prémio de controlo por parte daquele que adquire o controlo da sociedade visada.

No seio do direito europeu os dois regimes estão perfeitamente destrinçados, apesar de ambos preverem a imputação de direitos de voto não detidos por aquele a quem o dever é exigido, para cômputo dos limiares relevantes, os artigos das diretivas que estabelecem essa contingência não são, neste momento, idênticos. Contudo, o legislador português, com o objetivo de simplificar a codificação sobre o direito dos valores mobiliários, entendeu ser benéfico condensar a imputação indireta de direitos de voto em um mesmo artigo, independentemente do regime a que essa deva ser aplicada. Esta opção do legislador nacional veio criar dificuldades ao aplicador da lei, uma vez que os títulos de imputação de direitos de voto para efeitos de transparência devem ser bastante abrangentes e não implicam apenas uma efetiva influência dos direitos de voto, como também situações de eventual influência de direitos de voto. A eventual influência de direitos de voto não deveria concorrer para o

alcance dos limiares de direitos de voto relevantes para determinar a exigibilidade do dever de lançar oferta pública de aquisição. O mesmo é defendido pela generalidade da doutrina, recorrendo cada autor a argumentos distintos, passando pela inconveniência de imputação de direitos de voto que não sejam efetivamente influenciados para determinar a exigibilidade do referido dever. A tese defendida pela generalidade da doutrina corresponde a uma interpretação distinta consoante o dever a que a imputação de direitos de voto se esteja a aplicar. Seria de acreditar que estas interpretações distintas seriam possíveis, uma vez que cada dever conforma uma norma jurídica distinta com a mesma previsão, o número 1 do artigo 20º, e diferentes estatuições, o artigo 16º e o artigo 187º.

Contudo, se se considerar que o número 1 do artigo 20º compreende ficções a possibilidade de afastar o dever de lançar oferta pública de aquisição fica limitada pelas possibilidades atribuídas pelo artigo 187º, não se podendo afastar qualquer título de imputação de direitos de voto. Este será o estado da lei no momento, não se concordando, no entanto, que os títulos de imputação que apenas implicam uma influência eventual dos direitos de voto sejam considerados para efeitos de ofertas públicas de aquisição obrigatórias. Contudo, neste momento, e tal como é inferido de alguns documentos divulgados pela CMVM, não é admissível afastar qualquer título de imputação de direitos de voto pela circunstância desse não implicar uma efetiva influência dos direitos de voto. Não se ignora que este estado não é o mais satisfatório, por poder conduzir a situações em que o dever é exigido sem que os seus pressupostos se verifiquem, nomeadamente a existência de um controlo da sociedade visada.

Relativamente à natureza jurídica do número 1 do artigo 20º existe uma querela doutrinária, sendo expoente máximo dessa querela Carlos Ferreira de Almeida e Paulo Câmara, dois legisladores que participarem na redação do Cód.VM, que defendem que o mesmo compreende presunções ou ficções, respetivamente. Depois de analisado o regime das

presunções, definido pelos artigos 349º e 350º do Cód.Civil, foi entendimento que as disposições em causa a serem presunções apenas poderiam ser consideradas enquanto presunções relativas. Como não se entende ser possível que o participante a quem são imputados direitos de voto demonstre, em qualquer circunstância, que o juízo presuntivo que leva a essa imputação não corresponda a realidade, tal possibilidade tem que ser desconsiderada.

Assim, conclui-se que a natureza jurídica da disposição em análise corresponde a ficções, ou seja, a atribuição dos mesmos efeitos jurídicos a circunstâncias factualmente distintas. Desta forma, não será admissível que o participante refute a imputação de direitos de voto. Esta conclusão é apoiada não só pelo regime das presunções, como também pelos documentos que foram sendo divulgados pela CMVM e que correspondem a uma tendencial inadmissibilidade de se proceder ao afastamento da imputação de direitos de voto, considerando a mesma entidade suficiente para afastar determinados excessos de imputabilidade, tanto pelos mecanismos estabelecidos pelo número 2 do artigo 187º como pelos limiares estabelecidos que determinam a constituição e exigibilidade do dever de lançar oferta pública de aquisição.

Em suma, as duas conclusões que se alcançam com esta reflexão são as seguintes: (i) a doutrina que defende a interpretação restritiva do número 1 do artigo 20º quando relacionado com o dever de lançar oferta pública de aquisição defende uma teoria mais consentânea com a totalidade do regime, contudo, a mesma não pode ser considerada como admissível, devendo verificar-se uma alteração legislativa que preveja essa possibilidade de forma clara e, (ii) o número 1 do artigo 20º compreende ficções e não presunções, relativas ou absolutas.

6 Bibliografia

Doutrina:

- Baptista, Daniela Farto, *“A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016;
- Baptista Machado, João, *“Introdução ao direito e ao discurso legitimador”*, 18ª reimpressão, Coimbra: Almedina, 2010;
- Brito Pereira, Jorge, *“A OPA obrigatória”*, Coimbra: Almedina, 1998;
- Câmara, Paulo, *“Manual de Direito dos Valores Mobiliários”*, 2ª edição, Coimbra: Almedina, 2011;
- Câmara, Paulo, *“Os deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 2, 1998;
- Câmara, Paulo, *“O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000;
- Costa e Silva, Paula, *“A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”*, AA.VV. - Jornadas das Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Coimbra: Almedina, 2007;
- Costa e Silva, Paula, *“A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”*, AA.VV. Direito dos Valores Mobiliários, Volume VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007;

- Engrácia Antunes, José, *“A Aquisição Tendente ao Domínio Total – Da sua Constitucionalidade”*, Coimbra: Coimbra Editora, 2001;
- Engrácia Antunes, José, *“A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA”*, Direito das Sociedades em Revista, Volume 3, 2010;
- Falcão, João Paulo Menezes, *“A OPA obrigatória”*, Direito dos Valores Mobiliários, Volume III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001;
- Ferreira de Almeida, Carlos, *“OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”*, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, 2013 (última vez consultado a 06/09/2016, em: http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1378738637opa_obrigat%C3%B3ria_no_direito_portugu%C3%AAs_cfa.pdf;
- Ferreira, Juliano, *“Atuação em concertação entre acionistas – O modelo português de supervisão”*, Direito das Sociedades em Revista, Volume 12, outubro de 2014;
- Ferreira, Juliano, *“Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição”*, Direito das Sociedades em Revista, Volume 6, 2011;
- Ferreira, Manuel Requicha, *“Opa concorrente”*, AA.VV. Direito dos Valores Mobiliários, Volume X, Coimbra: Coimbra Editora, 2011;
- Figueiredo Dias, Gabriela, *“Código das Sociedades Comerciais em Comentário”*, Volume VI, Almedina, 2013;
- Garcia, Augusto Teixeira, *“OPA – Da oferta pública de aquisição e seu regime”*, Stvdia Ivridica 11, Universidade de Coimbra – Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra: Coimbra Editora, 1995;

- Gomes Canotilho, J.J. e Moreira, Vital, *“Constituição da República Portuguesa Anotada”*, Volume I, 4.ª edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2007;
- Menezes Cordeiro, António, *“OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”*, Revista de Direito das Sociedades, Número 4, 2011;
- Moredo dos Santos, Hugo, *“Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto”*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011;
- Neves, Vítor, *“A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no código dos valores mobiliários”*, Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direitos da Universidade Nova de Lisboa, Volume II, Coimbra: Almedina, 2008;
- Neves, Vítor, *“Delimitação dos Votos Relevantes para Efeitos de Constituição e de Exigibilidade do Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume I, Coimbra: Almedina, 2011;
- Osório de Castro, Carlos, *“A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, 2000;
- Osório de Castro, Carlos, *“Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição”*, Problemas Societários e Fiscais no Mercado de Valores Mobiliários, Lisboa: Edifisco, 1992;
- Resende, João Mattamouros, *“A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, 2007;

- Sá Couto, Ana, *“Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 25, 2006;
- Soares da Silva, João, *“Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Códigos dos Valores Mobiliários”*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, 2007;
- Stokes, Miguel, *“Ensaio sobre os requisitos substantivos da OPA concorrente”*, Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários, 2013;
- Tavares, Diogo, *“Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA”*, Direito das Sociedades em Revista, Volume 13, 2015;
- Vasconcelos, Pedro Pais de, *“Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas”*, Direito das Sociedades em Revista, Volume 3, 2010.

Outros documentos:

- Comissão Europeia:
 - “Implementar um enquadramento para os mercados financeiros: Plano de Acção”*, 1999;
 - “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo de empresa na União Europeia”*, 2003;
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários:
 - “Anteprojeto de transposição da Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013”*, 2013;
 - “Parecer genérico sobre a aplicação no ordenamento jurídico português, a partir de 26 de novembro de 2015, da Diretiva da Transparência, alterada pela Diretiva n.º 2013/50/UE”*, 2015 ;

“Relatório Final da Consulta Pública n.º 3/2015. Transposição da Diretiva n.º 2013/50/UE”, 2015;

“Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre Anteprojecto de diploma de transposição da directiva das OPA”, 2005;

- Comunidade Europeia:

Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º C64/9;

Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º 90/C38/03;

Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º C 222/20;

Jornal Oficial da Comunidade Europeia N.º C378/12;

- European Securities and Markets Authority:

“Public Statement. Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive – 1st update”,

- União Europeia:

Jornal Oficial da União Europeia n.º C45/E/1;

1	Introdução.....	1
2	O regime da transparência e das ofertas públicas de aquisição	3
2.1	O regime da transparência.....	3
2.1.1	O regime da transparência no direito europeu	3
2.1.2	O regime da transparência no direito nacional	10
2.1.2.1	O regime da transparência no Cód.SC	10
2.1.2.2	O Regime da Transparência no Cód.VM.....	12
2.1.2.2.1	A evolução do artigo 16º do Cód.VM.....	13
2.1.2.2.2	O dever de comunicação de participação qualificada no regulamento da CMVM n.º 5/2008.....	18
2.2	O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias	19
2.2.1	Regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias no direito europeu 19	
2.2.1.1	A diretiva das ofertas públicas de aquisição de 1989.....	19
2.2.1.2	A segunda diretiva europeia das ofertas públicas de aquisição	23
2.2.2	O regime das ofertas públicas de aquisição no direito nacional.....	29
2.2.2.1	A evolução do regime das ofertas públicas de aquisição no ordenamento jurídico português	29
2.2.2.2	O regime das ofertas públicas de aquisição no Cód.VM	32
2.3	Ponto comum dos dois regimes.....	35
3	Interpretação e aplicação do artigo 20º, relativamente ao dever de comunicar participação qualificada e ao dever de lançar oferta pública de aquisição obrigatória .	37
3.1	A interpretação e aplicação do artigo 20º, relativamente ao dever de comunicar participação qualificada	41
3.2	A interpretação e aplicação do artigo 20º no âmbito do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias – posição doutrinária.....	48
3.3	Posição da CMVM.....	71
3.4	Tomada de posição.....	76
4	A natureza jurídica do número 1 do artigo 20º	77
4.1	Posição doutrinária.....	80

4.1.1	Presunções.....	80
4.1.2	Ficções.....	86
4.2	Posição da CMVM.....	88
4.3	Tomada de posição.....	90
5	Conclusão.....	96
6	Bibliografia.....	100